UNIVERSITÉ DE MONTPELLIER. — FACULTÉ DE DROIT

Les Déplacements DU POLE MONÉTAIRE

et ses

Conséquences Economiques

de 1914 à 1923

PAR

Paul MARTIN,

Lauréat de l'Institut de l'Ecole des Sciences Politiques.

PARIS (VI^e^)
Editions de « LA VIE UNIVERSITAIRE »
13, Quai de Conti

—

1923

Les Déplacements
DU POLE MONÉTAIRE
et ses
Conséquences Economiques
de 1914 à 1923

UNIVERSITÉ DE MONTPELLIER. — FACULTÉ DE DROIT

Les Déplacements DU POLE MONÉTAIRE

et ses

Conséquences Economiques

de 1914 à 1923

PAR

Paul MARTIN,

Lauréat de l'Institut de l'Ecole des Sciences Politiques.

R. UNIV. BIBLIOTHEEK LEIDEN

PARIS (VI[e])
Editions de « LA VIE UNIVERSITAIRE »
13, Quai de Conti

1923

UNIVERSITÉ DE MONTPELLIER

FACULTÉ DE DROIT

MM. MOYE, Doyen, professeur de Droit International public.
MORIN, assesseur, professeur de Droit civil.
VALÉRY, professeur de Droit commercial.
DONNEDIEU DE VABRES, profes[r] de Droit criminel.
BECQUÉ, professeur de Droit civil.
DE NESMES-DESMARETS, professeur de Droit administratif.
ROCHE-AGUSSOL, professeur d'Economie politique.
VIALLETON, professeur de Droit civil.
BOSC, professeur de Droit civil.
VIARD, professeur d'Histoire du Droit.
BASTID, chargé de cours de Droit constitutionnel.
DIJOL, chargé de cours de Procédure.
TISSET, chargé de cours de Droit romain.
TEILLARD, chargé de cours d'Economie politique.
DELBEZ, chargé de cours de Droit romain.
VIGIÉ et BRÉMOND, doyens honoraires.
LABORDE et CHAUSSE, professeurs honoraires.
DUBOIS, secrétaire.

MEMBRES DU JURY

MM. ROCHE-AGUSSOL, *Président.*
MOYE, doyen.
TEILLARD, chargé de cours. } *Assesseurs.*

La Faculté n'entend donner aucune approbation ou improbation aux opinions écrites dans les thèses : ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

PREMIÈRE PARTIE

Le Pôle monétaire et les déplacements du métal or de 1913 à 1920

CHAPITRE PREMIER

Londres pôle monétaire et pôle du crédit

On a souvent affirmé que Londres était le pôle monétaire du monde, avant la guerre de 1914. On s'est moins préoccupé d'expliquer ce que pouvait signifier cette expression de pôle monétaire. Il peut être intéressant de rechercher comment la place de Londres exerçait un rôle prépondérant dans les règlements internationaux sans cependant être en possession de stocks monétaires aussi importants que la France, la Russie ou les Etats-Unis. En effet, en 1910, l'encaisse de la Banque d'Angleterre s'élevait à 791 millions de francs, tandis que celle de la Banque de France était de 3.263 millions.

Comment fonctionnait ce marché de l'or ? Comment il ne pouvait exister qu'avec le complément indispensable de la situation commerciale exceptionnelle de la place de Londres ?

En fait, Londres était la place du monde qui recevait le plus d'or, annuellement, dans le monde entier. Mais la préoccupation de l'Angleterre étant d'utiliser immé-

diatement le métal jaune afin d'éviter la dépréciation qui aurait été le résultat de son accumulation.

L'afflux de l'or à Londres s'expliquait d'abord par l'importance de la production des mines du Transvaal et des autres dominions.

Cette production de l'or était passée de 1.364 millions en 1901 à 2.361 millions de francs en 1913. L'Afrique du Sud avait contribué à elle seule pour 83 % à cette augmentation. A la veille de la guerre elle assurait 37 % de la production aurifaire annuelle du monde entier. En faisant la somme de la production totale de l'or de 1901 à 1910, on arrivait à un total de 19.541 millions, dont 57 % de l'extraction totale provenait des gisements aurifères de l'Afrique du Sud, de l'Australie, du Canada et de l'Inde. Les Etats-Unis et la Russie n'avaient fourni respectivement que 23 % et 7 %, de ce total.

Les colonies anglaises livraient leurs barres à Londres et les autres centres ne produisaient guère au delà de leurs besoins respectifs.

Certes les producteurs n'étaient, avant la guerre, nullement obligés de livrer leur métal à la métropole ; mais en fait les barres d'or affluaient directement à Londres, car l'organisation du marché leur assurait un débouché constant à un prix déterminé. L'industrie de la production de l'or était ainsi la seule industrie au monde qui fut certaine de ne point être aux prises avec le difficile problème de la conquête des débouchés et de ne point courir les mauvaises chances d'une baisse inattendue des prix.

Les principaux apporteurs d'or étaient l'Afrique, l'Australie et l'Inde.

Sur un total de 5.540 millions d'or extraits de l'Afrique, au cours des dix années 1900-1910, Londres avait

reçu 5.397 millions, soit la presque totalité du métal produit. La différence de 143 millions s'explique par les envois faits directement de l'Afrique à d'autres pays, soit à la suite d'opérations traitées en Angleterre même en dehors du marché libre.

L'Australasie, au contraire, n'exportait à l'état brut qu'une part assez restreinte de sa production aurifère ; sur les 3.750 millions extraits de son sol de 1901 à 1909, elle en a transformé directement 2.458 millions en souverains et autres pièces d'or dans les hôtels des monnaies de Melbourne et de Sydney ; les envois directs sur le marché libre de Londres ne forment pour la même période qu'un total de 901 millions ; en outre, 250 millions ont été expédiés dans l'Inde, et l'excédent, soit environ 140 millions, a probablement été absorbé par la consommation industrielle du pays ou conservé par les banques sous forme de lingots.

Enfin, le troisième pourvoyeur du marché de Londres, l'Inde anglaise, a produit, de 1901 à 1909, 500 millions d'or, auxquels se sont ajoutés 250 millions venus d'Australie et 110 millions de Chine et de quelques autres pays. Le total ainsi formé a été réexpédié à la métropole, qui a reçu de cette provenance 840 millions ; mais l'Inde a prélevé sur le marché libre de Londres une somme presque égale (812 millions) de lingots, qui ont été dirigés sur Bombay et sur Calcutta. Tout l'or extrait de l'Inde était en effet envoyé à l'état brut pour l'affinage à Londres, qui réexpédiait à Bombay et à Calcutta une quantité sensiblement égale de barres d'or à haut titre.

Le mouvements des lingots d'or dans l'Inde se soldait pour les neuf années 1900-1909 par un accroissement de 838 millions dans son stock. Il n'était pas frappé de monnaies d'or dans l'Inde, et la totalité de ce métal était

absorbée par la population indigène pour être transformée en bijoux ou autres objets précieux, et servir sous cette forme à la thésaurisation, très active dans tous les pays d'Orient.

L'Inde jouait donc un rôle important dans ce mécanisme mondial de circulation de l'or autour de Londres et par Londres. On peut même dire que cette contrée a de tous temps été le centre d'attraction du métal jaune disponible du monde. Elle l'a attiré en offrant en échange l'excédent de sa production agricole.

Pline ne se plaint-il pas de ce qu'il ne se passe pas d'années que l'Inde n'absorbe 5 millions de sesterces. Dans un journal de voyages du Français Brenier, publié en 1699, celui-ci écrit à Colbert : « Quand l'or et l'argent ont circulé dans le monde entier ils se précipitent finalement dans l'Inde comme dans un gouffre d'où ils ne reviennent jamais. »

A la veille de la guerre l'Inde avait toujours une grande puissance d'absorption. D'abord aux Indes et en Extrême-Orient l'argent n'était point l'unique métal employé dans les paiements. Dès que l'argent métal ou le change argent, sous l'action d'une demande plus accentuée de moyens de réglements en Orient, subissait une hausse, l'or monnayé ou non s'évadait de Londres. Aussi constatait-on que malgré la frappe importante de souverains par la monnaie de Londres et ses succursales (40 millions de livres en 1911, 39 millions en 1912) l'Angleterre ne souffrait point d'une accumulation de pièces d'or.

A moins d'une récolte défavorable, conséquence d'une moisson désastreuse, l'Inde engloutissait les stocks annuellement formés en Australie, accumulés à Londres, mis momentanément en réserve en Egypte, ce pays jouant le rôle de centre compensateur recevant des pièces d'or

d'Europe ou des Amériques et les rejetant soit vers Londres, soit vers les Indes suivant la balance des comptes, créditrice ou débitrice de Londres sur Bombay et réciproquement.

Les Indes ne renvoyaient guère vers Londres que des souverains de poids faibles et des demi-souverains rognés, des espèces en tel état n'étant acceptées pour leur valeur nominale que dans le Royaume-Uni. Cette monnaie avait été probablement abimée en Egypte, où c'est une véritable industrie d'enlever aux pièces tout ce qu'il est possible de métal et de ne leur laisser qu'un minimum exigé par la Banque d'Angleterre.

La plus grande partie de cet or importé était affecté à des emplois industriels : bijoux, bracelets... ou thésaurisé sous forme de barres. L'Extrême-Orient est un dans cette pratique. Chinois et Indiens s'y adonnent avec une continuité qui explique la puissance d'absorption du métal jaune depuis la Perse jusqu'aux extrêmes confins de la Chine.

Les industries de la bijouterie étaient aussi demandeurs de métaux soit en Europe, soit aux Etats-Unis. On estimait en 1913 que 261.950 kilos d'or, d'une valeur de 900 millions de francs avaient été affectés à de tels emplois. Au cours de l'année qui a précédé la guerre, la France affectait à des emplois industriels 25.000 kilos ; l'Allemagne 30.090 ; les Etats-Unis 53.800.

Ainsi la demande de l'or sur le marché de Londres était active, même au moment des besoins monétaires. Cette situation ne pouvait qu'être favorable au marché de Londres, à condition que la production mondiale fut suffisante pour satisfaire à la fois aux besoins industriels et monétaires.

Or, à la veille de la guerre une autre augmentation

de la demande de métal jaune s'était produite en raison de la politique de la plupart des banques d'émission qui accroissaient leur encaisse, soit pour améliorer leur régime de circulation, comme aux Etats-Unis, soit pour renforcer leur trésor de guerre, dans la crainte d'un conflit international prévu et redouté.

Le Trésor des Etats-Unis était obligé de garder une immense quantité d'or de manière à maintenir à leur parité légale les greenbacks et les certificats d'argent. Pour le Trésor et les banques nationales réunies, et non comprises les banques privées et les Trust companies, l'encaisse dépassait 6.581 millions de francs d'or — soit autant que la Banque de France et la Banque de Russie ensemble. De 1900 à 1910, le Trésor des Etats-Unis et les banques nationales accroissaient leurs encaisses de 3.515 millions soit 114,7 %. Ils s'appropriaient 18,5 % du total de la production mondiale du métal jaune. Mais au cours de la même période, on enregistrait un accroissement de 769 millions de francs ou 488,3 % dans l'encaisse de la Caisse de Conversion argentine et un accroissement de 475 millions de francs dans la Caisse de Conversion du Brésil. Il en résulte que les Etats-Unis, l'Argentine et le Brésil ont augmenté leurs encaisses d'or en dix ans de 4.759 millions, soit 25,1 % de la production du monde.

En Europe, le principal accroissement s'était produit en Russie et en France. La reprise des paiements en espèces en Russie avait été rendue possible par les étroites relations politiques et financières de ce pays avec la France qui soutenait la Russie de toute la force de son crédit. Aussi l'encaisse de la Banque d'Etat passait-il de 1.788 millions de francs en 1900 à 3.286 millions en 1910.

Si on envisage la situation de la Banque de France, on remarque que son encaisse d'or est passée en dix années de 2.340 millions de francs à 3.280 millions, soit une augmentation de 40,1 %. Pivot de l'Union latine, elle était obligée de prendre les mesures qui maintiendraient le franc d'argent à sa parité conventionnelle de 1 à 15 1/2 alors que le rapport métallique était de 1 à 40 ou même à 50.

Le volume de sa circulation qui s'élevait fin 1910 à 5.261 millions, le rôle de l'encaisse comme trésor de guerre justifiaient cette politique. Pour la période décennale 1901-1910, les importations de lingots d'or en France s'élevaient à 3.821 millions dont 2.067 millions venant d'Angleterre et 1.147 millions des Etats-Unis.

La Banque de France avait recueilli 3.500 millions de cette importation. Elle en avait ensuite remis 1.805 millions à l'hôtel des monnaies et affecté 1.171 millions à grossir son encaisse. Le surplus, soit 500 millions, était livré aux exportateurs.

Londres était ainsi le pôle monétaire de toute notre politique de l'or. Il en allait ainsi et à cause de l'existence du marché libre sur cette place, et encore et surtout parce que notre situation de créancier du monde nous rendait créditeur non des Anglais, mais de la place qui réglait la plupart des créances internationales. Ainsi apparait déjà la vérité de cette affirmation que le pôle monétaire n'existait à Londres qu'autant que la place était le pôle des crédits et règlements internationaux.

L'Allemagne était aussi un gros consommateur d'or. Elle avait fait de 1900 à 1910 une politique de renforcement de son encaisse qui passait de 625 millions à 827. La préoccupation de constituer un trésor métallique de guerre à côté du Trésor de la Tour Julius expliquait cette

politique. Les résultats en étaient plus modestes que ceux qu'avait obtenus notre Institut d'émission, en raison des affectations différentes données aux disponibilités de capitaux provenant des épargnes annuelles. Nous les consacrions à des prêts extérieurs qui augmentaient nos rentrées de métal ; les Allemands les affectaient à accroître leur outillage productif à l'intérieur, ou bien à prendre des participations dans les entreprises industrielles en Russie, en Amérique du Sud, etc. Cette politique, aussi bien que la situation géographique faisaient de l'Allemagne un lieu de transit pour le métal destiné à la Russie et à l'Autriche.

L'Italie avait aussi accru son encaisse de 650 millions de francs de 1900 à 1910, afin de pouvoir soutenir la politique de reprise des paiements en espèces. L'Autriche-Hongrie faisait un effort parallèle, se procurant 412 millions de francs afin d'assainir sa situation monétaire. En Extrême-Orient, le Japon avait accusé sa volonté d'être un pays détenteur du stock de métal jaune. L'encaisse passait à la Banque du Japon de 172 millions de francs à 584, soit une augmentation de 412 millions.

Tels étaient les faits qui expliquaient que malgré une production mondiale passant de 1.364 millions à 2.361 millions de 1900 à 1910, l'or au lieu d'être menacé d'une dévaluation était apprécié. Si en 1903 et 1904, la presse financière des deux mondes avait pu se demander quel serait l'avenir du métal or, en raison des résultats croissants d'année en année de l'extraction des mines d'or, à la veille de la guerre on était inquiet, on redoutait au contraire une insuffisance de production. Les résultats des mines d'or sud-africaines étaient exceptionnellement favorables. Leur part prépondérante dans l'augmentation 83 % du surplus, leur assurait 37 % de la production

aurifère annuelle du monde entier. Toutefois on remarque en 1913, que le progrès tend à se ralentir ; les difficultés qu'éprouvent les compagnies minières à se procurer de la main-d'œuvre, la nécessité d'exploiter des filons de plus en plus profonds et de moins en moins riches sont les principales causes de ce phénomène. D'autres centres de production donnent lieu à la même remarque : l'Australasie voit diminuer lentement la quantité de métal extraite annuellement de son sol ; les Etats-Unis ont une production stationnaire et, parmi les autres, il en est, comme le Canada, dont l'activité minière, au moins en ce qui concerne l'or va en déclinant (1). La producion aurifère annuelle n'était pas loin d'atteindre son maximum ; elle était peut-être même appelée à diminuer dans un délai assez court, si on cessait l'exploitation de nouveaux champs et surtout sans doute, des parties profondes des mines déjà exploitées quand leurs filons ne donnaient pas de rentabilité.

La Banque d'Angleterre seule n'avait point fait une politique d'accroissement de son encaisse. Il s'élevait à 720 millions en 1900 et à 791 millions en 1910, soit

---

(1) **Production de l'or de 1901 à 1910**

Millions de Francs

Années	Afrique du Sud	Etats-Unis	Australasie	Russie	Mexique	Canada	Autres pays	Total
1901	43	407	398	118	53	125	220	1.364
1902	198	414	423	117	53	107	221	1.533
1903	339	381	462	128	55	98	223	1.686
1904	429	417	455	128	65	85	218	1.797
1905	564	457	445	115	83	76	216	1.956
1906	672	489	427	101	96	62	227	2.074
1907	749	468	392	138	97	43	240	2.127
1908	823	490	380	145	116	51	284	2.289
1909	850	516	368	168	124	51	277	2.354
1910	873	498	343	176	126	52	293	2.361
Totaux	5.540	4.537	4.093	1.334	868	750	2.419	19.541

71 millions de francs en dix ans, alors que le marché anglais avait reçu 7.688 millions d'or en dix ans, sur une production mondiale de 19 milliards.

Ce résultat s'explique par le mécanisme parallèle du pôle monétaire et du pôle de règlement des crédits internationaux. Le marché libre de l'or ne peut être compris que si l'on a saisi le rôle de Londres dans le mécanisme des crédits commerciaux, si l'on connaît ses moyens de règlements, la puissance et la spécialisation de son outillage bancaire.

La situation insulaire de la Grande-Bretagne l'a amenée de bonne heure à développer son commerce extérieur et ses relations de toutes sortes avec l'étranger. Au cours du XIX^{e} siècle, dans la période allant de 1840 à 1870, la place de Londres, favorisée en cela par l'adoption du libre échange et par l'accroissement rapide de l'importance de sa flotte marchande, qui en fut la conséquence, acquit une situation prépondérante dans les réglements internationaux. La prépondérance de la livre sterling dans les paiements extérieurs fut d'ailleurs facilitée et par l'importance des relations de l'Empire britannique avec ses colonies, et par la situation créditrice de Londres vis-à-vis des Etats-Unis dont elle commanditait l'essor économique ; et enfin par ce fait que la plus grande partie de l'or produit dans le monde était ensuite portée à Londres, qui devint le principal centre de vente du métal jaune.

Pour toutes ces raisons, il se forma à Londres un vaste marché de l'escompte, ainsi que l'a fort bien montré Bagehot, dans « Lombard Street ». Au contraire, le marché de Paris, qui eut également un bel essor de 1840 à 1870, se spécialisa dans les prêts offrant toute sécurité et pouvant être réalisés surtout par des placements en

fonds d'Etat. Tandis que le tempérament marchand des Anglais faisait évoluer Londres vers la spécialisation dans les réglements internationaux, le tempérament d'épargne et la prudence des Français faisait évoluer la place de Paris vers le rôle de banquier du monde. Ainsi, au cours du XIX[e] siècle, alors que les autres peuples étaient encore dans l'enfance du crédit, l'Angleterre posséda une organisation vraiment adaptée aux nécessités du monde commercial contemporain, tel que l'ont modifié la rapidité des moyens de communication et l'étendue des relations entre les peuples.

La place de Londres devait être abondamment pourvue de capitaux disponibles afin d'arriver au plus haut degré de perfection dans la pratique des règlements intérieurs sans recours à la monnaie. La pratique du chèque, aboutissant à des compensations dans les « clearings » a été le résultat de l'organisation des Joint Stocks Banks. Spécialisées plus strictement que ne le sont les banques dites de dépôts, en France, elles drainent les ressources liquides du public. Elles ouvrent à leurs clients des crédits immédiatement transformés en dépôts. Elles soutiennent et satisfont toutes les demandes de crédit à court terme, toutes les opérations concernant la gestion des patrimoines mobiliers : ouverture de comptes courants, exécution des ordres.

Ces besoins étant satisfaits, il faut songer à soutenir les affaires. Ce seront les banques privées ou trust companies qui rempliront ce rôle et se consacreront aux émissions de titres, au placement des valeurs mobilières.

Quant aux opérations d'escompte du papier de commerce elles sont assurées par les *discount houses* et par

les bill brokers ou courtiers en traites qui sont d'ailleurs soutenus par les fonds qu'ils empruntent aux banques.

La spécialisation dans le mécanisme de l'escompte est à la base même du système qui permet le fonctionnement du marché libre de l'or. Certaines banques n'escomptent que les effets correspondant à des transactions à l'intérieur du Royaume-Uni. D'autres traitent des effets provenant des tirages internationaux. Si l'on en croit M. E. Syker, secrétaire de l'Institut des banquiers, le montant des acceptations pour le compte des seules maisons allemandes et autrichiennes était, en 1912, de la grandeur de 1.750 millions de francs. Dans un discours à la Chambre des Communes, en novembre 1914, M. Lloyd George estimait à environ 10 milliards de francs l'ensemble des acceptations de traites par l'Angleterre.

Leurs origines étaient soit des opérations de ventes ou d'achats réels intéressant ou non le Royaume-Uni, soit des opérations commerciales traitées entre deux personnes de régions très éloignées, Russie par exemple et Amérique du Sud, domiciliant leur paiement à Londres Si ces effets étaient acceptés par une maison de premier ordre de la place, ils équivalaient à une valeur or, car en faisant l'hypothèse d'un règlement par un autre mode que la compensation, l'accepteur, au jour du paiement trouvait auprès de la Banque d'Angleterre l'or nécessaire pour régler définitivement la dette.

A Paris il n'en allait pas de même. La Banque de France ne devait que le remboursement du billet en espèces. Donc elle pouvait s'acquitter en écus d'argent. Et en temps de resserrement monétaire elle usait de cette faculté.

Ces traites commerciales n'étaient pas régulièrement réparties sur toute l'année. Le volume de leurs présen-

tations est commandé par les livraisons saisonnales des récoltes : blés, cotons, jutes. Aussi la pratique de création de traites purement financières contre des dépôts de valeurs mobilières, contre la garantie du crédit d'un tiré ou d'un avaliseur, s'est-elle développée afin de favoriser une contre partie aux traites commerciales. Les finance bills ou effets d'origine purement financière ont complété le système du marché international de Londres.

Pour qu'il puisse fonctionner sans heurt, il faut un personnel spécialisé dans ces négociations ; un régulateur du marché afin d'éviter des excès de position créditrice ou débitrice d'origine purement financière, une possibilité de réglements des soldes assurée par l'or.

La spécialisation des négociateurs de lettres de change, d'acceptations est poussée à Londres à un degré qu'ignorent toutes les autres places du monde, car seule Londres a une multitude de banques qui limitent leur activité aux transactions avec une région déterminée du monde. Par exemple : La « Honkong and Shanghaï Bank » a la première place dans toutes les opérations d'Extrême-Orient. Elle possède des dossiers, des moyens d'information qui lui permettent d'être renseignée sur la solidité du crédit des maisons de commerce des villes ouvertes aux Européens, en Chine.

Cette documentation est un des supports du commerce des devises étrangères sur la place de Londres. Le crédit mondial y est apprécié par des banquiers ou des courtiers dont l'aceptation donne aux tirages sur Londres une valeur réglable désormais en or, si le solde des comptes l'exige.

Le régulateur du marché en temps normal est le taux de l'escompte. Il y a lieu d'ailleurs de distinguer le taux en banque et le taux hors banque. Le premier

est dicté par la Banque d'Angleterre. C'est le Bank rate qui est à la base de tous les autres. La Banque détient ainsi le moyen de défendre son encaisse-or au cas où les demandeurs se présenteraient trop nombreux pour obtenir la convertibilité des dépôts en métal. La hausse des taux provoque en effet un afflux de capitaux étrangers en quête d'emploi rémunérateur. Le change national hausse. Les sorties d'or sont ralenties. D'ailleurs depuis le début du XX^{e} siècle la Banque de France facilitait le fonctionnement des convertibilités en or de la Banque d'Angleterre en lui offrant dès les premiers symptômes de tension monétaire du métal, sous forme de prêts temporaires, ce qui avait l'avantage d'éviter, par un remède préventif, une tension des changes.

Cette mesure n'était pas inutile, étant donné l'acte de Robert Peel de 1844, qui n'autorise l'émission des billets que jusqu'à concurrence du stock or, plus une somme de 18 millions et demi de livres, soit en fait, en 1913, une quarantaine de millions de livres d'or, tandis que le montant total des dépôts à la Banque d'Angleterre autres que ceux de l'Etat se chiffraient à £ : 54 millions et demi ; ceux de l'Etat à 17 millions de livres.

En temps normal les sociétés de crédit escomptaient le papier de commerce à un taux moindre que la Banque d'Angleterre. L'abondance de leurs dépôts le leur permettait. Le taux d'intérêt versé à ceux-ci était généralement inférieur de 1 $\frac{1}{2}$ à 2 % au taux d'escompte de la Banque d'Angleterre. Le taux d'escompte hors banque se fixait entre ces deux cours.

Enfin il existait un quatrième taux : celui des prêts aux bill brokers, réagissant sur le taux de négociation des traites internationales.

Comment la Banque d'Angleterre domine-t-elle en fait

tout le marché ? Est-ce parce que son taux d'escompte facilite ou resserre la circulation des capitaux ? Ceci était surtout vrai il y a une trentaine d'années et encore exact avant la guerre.

Mais la politique de fusion des grandes banques leur a donné de telles disponibilités qu'elles ont pu ne pas toujours suivre les indications de la Banque d'Angleterre. L'impulsion de celle-ci par le Bank rate n'a pas eu toujours l'efficacité nécessaire. La Banque d'Angleterre a eu parfois recours à des emprunts aux banques qui drainaient leur encaisse à des taux rémunérateurs et permettaient dès lors à la Banque de reprendre le contrôle du marché.

En opérant de la sorte, la Banque d'Angleterre était en définitive, la seule banque centrale à étalon d'or capable de ramener l'or en quantité suffisante chaque fois qu'il en était besoin. L'escompte était plus ou moins long à agir, mais il finissait toujours par attirer l'or. Le commerce anglais vivait en effet sur ses propres fonds, et non sur les capitaux étrangers remboursables à vue ou à terme. L'Angleterre au contraire a des capitaux placés à l'étranger, les uns à court terme, les autres à long terme. Ces derniers ne sont pas récupérables en temps de crise. Les premiers répondent aux indications des variations du taux de l'escompte.

Cette élévation est facilitée par le concours de la Banque de France. Celui-ci serait insuffisant si on ne pouvait, par ailleurs, compter sur le retour des capitaux anglais momentanément employés au dehors.

Mais c'est surtout par la concentration des soldes de comptes dans ses écritures que la Banque d'Angleterre exerce son influence. Les reliquats des comptes non compensés par le Clearing vont d'abord comporter une ins-

cription aux comptes courants de chaque établissement affilié. Puis, suivant la situation générale de la balance des comptes, non seulement par rapport aux différents établissements sur la place de Londres, mais encore par rapport aux différentes places du monde à l'égard des Banques de Londres, il y aura ou non sortie du métal précieux.

Nous en arrivons ainsi à l'exposé du mécanisme des entrées et des sorties d'or à la Banque d'Angleterre.

L'or extrait des mines des dominions a été vendu à l'état brut, en bullion. Même au Transvaal, les mines n'opèrent pas le raffinage qui tranforme l'or brut en or fin. Elles évitent la difficulté qu'il y a à atteindre le titre exact qu'exigent les hôtels des monnaies ; les risques du vol particulièrement menaçants dans des pays dépourvus de moyen de garde et de protection.

Cet or brut est d'ordinaire vendu à une banque locale qui l'achète un prix correspondant à la teneur en or fin, puis le cède au raffineur européen ou nord-américain qui prend 1 à 2 % pour frais de commission, de transport, d'assurance, le revend à son tour soit au public pour des besoins industriels, soit aux hôtels des monnaies ou aux banques nationales. Celles-ci achètent au comptant.

Or, la Banque d'Angleterre assurait aux vendeurs d'or un débouché à un prix certain.

L'or y était coté au prix fixe de 77 sh. 10 1/2 pour une once (31 grammes 1033) au titre Standard (22/24). Sur le marché, la plus ou la moins value par rapport à ce prix de base s'exprimait non par une augmentation de prix, mais par une amélioration ou par une diminution du titre Standard. Autrement dit, le lingot à négocier était considéré comme étant d'un titre supérieur ou inférieur au titre 22/24 et l'on exprimait cette supériorité

ou cette infériorité par la lettre B (initiale du mot anglais Better qui signifie meilleur) ou W (initiale du mot anglais Worse qui veut dire plus mauvais) suivie d'un nombre que l'on ajoutait au numérateur de la fraction exprimant le titre Standard pour avoir le titre vrai.

Par exemple si l'or était coté à Londres B 1 1/2, cela signifiait que les lingots au titre Standard étaient considéré comme étant au titre

$$\frac{22 + 1\,1/2}{24} = \frac{23\,1/2}{24}$$

Le problème à résoudre était alors le suivant : le lingot considéré étant censé être au titre 23 $\frac{1}{2}$/24 quelle est sa valeur, sachant que le titre 22/24 se paie à raison de 77 sh. 1/2 d. l'once ? Une simple règle de trois, ou une conjointe donnait immédiatement la solution.

Le fait que la Banque d'Angleterre était toujours acquéreur à ce prix explique les faibles fluctuations du cours de l'or sur le marché de Londres avant la guerre. L'once troy, Standard de 31,1 grammes ne pouvait varier que dans la marge de la prime de l'or arrêtée par la Banque d'Angleterre qui en temps de crise se transformait en marchand de métal et fixait une prime de 1 % environ.

Il faut bien entendu réserver les dépréciations dues à la qualité inférieure de certains lingots. Ainsi au Transvaal, jusqu'en 1895, les acheteurs d'or provenant de la cyanuration faisaient subir au métal de qualité inférieure une dépréciation de 15 pour 1.000.

Mais en dehors de ces variations exceptionnelles les cours étaient déterminés par le prix officiel de l'once Standard.

La Banque ne cherchait, point, comme en France, à retenir l'or. Au contraire elle le répandait à travers le

monde. La livre sterling allait à travers les continents comme ces oiseaux migrateurs qui vont de par les océans et les terres de la planète.

L'Angleterre n'avait intérêt à posséder un marché libre que si elle évitait l'inflation. C'est pourquoi dès 1844, elle a conçu un système de circulation qui est d'un volume restreint mais avec possibilité constante d'interéchange or = billet. Les soldes seuls sont réglés par des sorties d'or. Les règlements à l'intérieur sont faits en billets ou mieux par voie de compensation.

Ainsi la livre sterling valait de l'or, quelle que fut sa forme matérielle : billets, effets de commerce ou crédits... Et de la sorte Londres possédait le moyen de règlement en marchandise accepté partout, à un cours, à peu près identique, le prix d'achat de l'or étant à peu près constant d'un pays à l'autre.

Cette situation ne pouvait se maintenir que si Londres trouvait à l'extérieur des possibilités de crédit, qui lui facilitaient ses réglements internationaux et des occasions de faire naître des créances qui alimentaient l'activité de son marché financier. Or, le commerce extérieur de l'Angleterre l'a conduite, tout naturellement à devenir créancière de l'étranger : d'abord, en amenant ses nationaux à se créer un portefeuille de valeurs étrangères qui est le plus considérable du monde, puisqu'il était évalué fin 1913, à 3.714.000.000 de livres, auxquels il faut ajouter un peu plus de 2 milliards pour le capital privé investi dans des entreprises non comprises dans les statistiques officielles, ce qui fait un total de 5 milliards de livres ou 125 milliards de francs, donnant un revenu annuel de 200 millions de livres, soit 5 milliards de francs. Ensuite, la flotte de commerce britannique — qui était en 1913 de 19.500.000 tonneaux alors que les mari-

nes marchandes totalisées du monde entier disposaient de 44 millions de tonneaux — non seulement assurait le trafic de la Grande-Bretagne, mais encore effectuait des transports maritimes pour le compte de tous les autres pays ; les bâtiments anglais assuraient les 3/4 du trafic du monde, et les frets que recevait l'Angleterre sont évalués à 2 milliards de francs.

Enfin, le total du commerce extérieur de l'Angleterre s'élevait à 25 milliards de francs par an, ce qui entraînait des règlements internationaux très importants, qui se faisaient à Londres.

Les banquiers anglais eurent l'intelligence d'en profiter pour organiser un marché solide et fortement spécialisé dans les opérations d'escompte, et qui, avant la guerre, n'avait de rival dans aucun autre pays. Ce sont les maisons d'acceptation et d'escompte de Londres qui ont internationalisé l'usage de la traite en livres sterling, et en ont fait un instrument de crédit universel. Les pays étrangers ont pris l'habitude de passer par Londres pour régler même des opérations dans lesquelles n'entre aucun élément britannique, car ils savent qu'ils trouveront à Londres une organisation de crédit extrêmement pratique pour la négociation des effets dont les signatures ne sont pas discutées, et que, d'autre part, à cause de l'immensité des relations de l'Empire britannique, une traite en livres est négociable partout, et, partout, vaut de l'or, grâce au soin jaloux avec lequel les Anglais maintiennent le gold standard de la livre sterling.

Toutes ces considérations expliquent le rôle joué par cette monnaie dans les réglements internationaux, et le contrôle exercé par la place de Londres sur le marché des changes : c'est dans les banques anglaises que se liquident les opérations commerciales entre deux pays dont les

changes laissent apparaître une forte différence mais qui sont tous deux en relations avec Londres et c'est pourquoi le cours du chèque sur Londres traduit fidèlement l'état de la balance des comptes d'un pays envers tous les autres.

Grâce à Londres, à la perfection de son mécanisme de réglements internationaux, une nation assure presque exclusivement la délicate mission de compenser les créances et les dettes du monde entier. Magnifique résultat de la spécialisation et de la division des tâches dans un effort international. Par l'intermédiaire de Londres, la pratique des compensations et le recours de plus en plus fréquent aux ouvertures de crédit et aux acceptations réduisent au minimum les envois de métal jaune d'un pays à l'autre. L'or, sans que son importance en fût en rien diminuée tendait à jouer un rôle de plus en plus discret, à séjourner de préférence dans la caisse des banques d'émission, à ne pas franchir les frontières.

Londres avait tranformé l'utilisation de l'or par la pratique souple, rapide, des acceptations sur un marché libre où papier et métal étaient valeurs équivalentes.

La date du 1er août 1914 marque une modification radicale de cet état de choses. Désormais, on va assister à de grandes migrations internationales d'or qui auront pour résultats de soustraire à l'Europe son or et d'engorger les réserves des Etats-Unis et de quelques neutres. A la fin de la période de guerre, la situation respective des divers pays sera, à cet égard, complètement transformée, et il s'en suivra les plus sérieuses conséquences, non seulement à l'intérieur des nations intéressées, mais aussi dans leurs rapports avec le reste du monde : les régimes monétaires, les prix, les changes, auront subi des modifications fondamentales, et cette situation, favorable pour

certains pays, désastreuse pour d'autres, maintiendra le déséquilibre économique. Dès lors, des problèmes d'une extrême gravité se poseront pour les pays dont le stock de métaux précieux a disparu ou s'est considérablement réduit : faudra-t-il essayer de revenir à la situation d'avant-guerre ? Faudra-t-il tenter de consolider la situation nouvelle ? Ne vaudra-t-il pas mieux rompre avec le passé et reprendre l'édifice par la base ? Retour à l'étalon d'or, déflation, reconstitution de réserves, dévaluation, telles sont les principales questions qui doivent être examinées sinon résolues. Le choix d'une politique métallique, et sa ferme application, doivent constituer la base de la reconstruction d'après-guerre.

Nous savons quelle était, en 1914, la situation du marché de Londres. La guerre aura-t-elle pour résultat de lui faire perdre cette suprématie, sur laquelle la Banque d'Angleterre avait veillé pendant tant d'années avec une si étroite sollicitude ?

Y aura-t-il déplacement du pôle du crédit parce qu'il y aura eu déplacement du pôle monétaire ? Quelles répercussions auront eu les déplacements monétaires survenus au cours de la guerre ?

CHAPITRE II

Les Déplacements d'Or

Section 1 : Les Déplacements d'Or, du 1er Août 1914 au 5 Avril 1917

Au 31 décembre 1913, le stock d'or visible du monde, c'est-à-dire le total des réserves constituées dans les banques des principaux pays, s'élevait à 20.318 millions de francs, dont les principaux détenteurs étaient la Russie (19,8 % du total), les Etats-Unis (17,7 %), la France (17,5 %). L'Allemagne en possédait (7,20 %) et l'Angleterre (4,3 %).

A peine la guerre était-elle déclarée que sa répercussion financière se traduisait immédiatement par des mouvements d'or.

Ces mouvements, semble-t-il, auraient dû apparaître dans les bilans des grandes banques d'émission des pays belligérants, de sorte que le simple examen de ce tableau permettrait de déterminer l'importance et la fréquence

des sorties de métal jaune. Il n'en est rien : l'examen des fluctuations des encaisses or de la France, de l'Angleterre et de l'Allemagne, conduirait — du moins en ce qui concerne les premières années de la guerre — à cette conclusion paradoxale que, à mesure que les sorties d'or devenaient plus intenses, les encaisses grossissaient. La vérité est que les belligérants n'ont pas tardé à pratiquer le drainage des réserves invisibles vers les banques d'émission, de sorte que l'apport des particuliers a permis, pendant de longs mois, de compenser, et au-delà, les vides que les nécessités des achats à l'extérieur creusaient dans le coffre des banques. En France, pendant le 2e semestre de 1915, le public apporte 1.340 millions de francs d'or à la Banque de France ; et près d'un milliard en 1916. Pour mesurer l'importance des sorties d'or, le mieux est donc d'examiner non pas les bilans des banques des pays expéditeurs, mais les importations d'or des pays destinataires, qui sont les pays neutres créditeurs.

Parmi ces derniers, les Etats-Unis occupent le premier rang. L'abondance et la variété de leurs ressources en ont fait les principaux fournisseurs de l'Entente, jusqu'au moment où ils sont eux-mêmes entrés dans la mêlée. Sans doute, la France et l'Angleterre ont acheté du fer à l'Espagne, du poisson à la Norvège, du lait à la Suisse, du blé à l'Amérique du Sud : pendant la guerre, les pays neutres ont tous été créanciers des belligérants, et ont tous reçu de l'or, en échange de leurs produits. Mais les Etats-Unis ont joué à cet égard — et pour des raisons qui seront indiquées plus loin — un rôle si important que l'on pourrait presque dire que l'étude des mouvements de l'or pendant la guerre n'est pas autre chose que l'étude des fluctuations du stock d'or des Etats-Unis de 1914 à 1918.

Il importe, donc, tout d'abord, d'examiner, d'année en année, la situation du marché de l'or aux Etats-Unis, et les statistiques d'entrée et de sortie du métal jaune.

A la date du 31 décembre 1913, les réserves d'or des Etats-Unis atteignaient, comme on l'a vu, le chiffre de 3.582 millions de francs. Au cours des premières semaines qui ont suivi la déclaration de la guerre, l'or américain a reflué en masse vers les pays alliés : du 1er août au 1er décembre 1914, les exportations d'or des Etats-Unis se sont élevées à près de : $ 105.000.000, dont la presque totalité à destination d'Ottawa. Comme, dans le même temps, ils ont reçu : $ 18.000.000, les sorties nettes, pour les 4 mois, se sont élevées à : $ 87.000.000.

Dès le mois de décembre, un mouvement inverse s'est manifesté, et l'or précédemment exporté, a commencé à revenir vers New-York. Compensation faite des sorties, les statistiques de mouvements du métal jaune laissent apparaître, pour le mois de décembre, un solde d'entrées de près de : $ 4 millions.

Au début de 1915, New-York devient le grand centre d'attraction de l'or : de janvier à juin, les entrées s'élèvent à 145 millions de dollars. Pour les 12 mois qui vont du 1er juillet 1914 au 30 juin 1915, les mouvements de métal jaune se résument ainsi :

Importations $	171.568.755
Exportations $	146.224.148
Excédent d'importations $	25.344.607

Il est intéressant de rappeler que, en 1913-1914, le mouvement de l'or aux Etats-Unis s'était soldé par un excédent *d'exportation* de : $ 45.499.870.

En 1915-1916, le mouvement s'accentue : les importations s'élèvent à $: 494.009.301, dont 250 millions en provenance du Canada pour le compte de la Grande-Bretagne, et 120 millions en provenance directe de cette dernière, soit un total de 370 millions de dollars, sur 494 millions, pour compte britannique. Les exportations n'atteignent que $: 90.248.082 et l'excédent net d'importation s'élève au chiffre énorme de $: 403.761.219.

Quelque important que soit ce chiffre, il est encore dépassé l'année suivante. En 1916-1917, les importations sont égales à $: 977.176.026, dont 900 millions expédiés par le Canada pour le compte de la Grande-Bretagne, et 50 millions provenant directement d'Angleterre. Les exportations s'élevant à $: 291.921.225, les importations nettes ressortent à $: 685.254.801, ce qui équivaut, au pair, à plus de 1.500 millions de francs.

Mais, dans l'intervalle, un grand événement a modifié les rapports de l'Europe avec l'Amérique : les Etats-Unis ont cessé d'être neutres et sont devenus belligérants. Ils n'en restent pas moins un pays créditeur, et les Alliés continuent à puiser les objets nécessaires à la vie et à la lutte dans cet immense réservoir industriel et commercial sans lequel ils ne pourraient conduire la guerre. Mais grâce au lien nouveau créé par la fraternité des armes, le mouvement de l'or change entièrement de caractère. Les importations de métal jaune des Etats-Unis diminuent subitement : en 1917-1918, elles n'atteignent que $: 124.413.483, dont la presque totalité est envoyée par le Canada pour le compte de la Grande-Bretagne, au lieu de $: 292 millions l'année précédente. Les exportations s'élèvent à $: 190.852.224, dont 71 millions au Japon, 48 millions à l'Espagne, 26 millions à l'Amérique du Sud et 17 millions au Mexique. Il y a donc, cette année-

là, un excédent d'exportations, fait qui ne s'était pas reproduit depuis 1913. Cet excédent s'élève à $: 66.438.741. Les importations nettes d'or, du 1er juillet 1914 au 30 juin 1918, sont égales à $: 1.047.920.420. En 1918-1919, enfin, les importations d'or baissent encore et ne dépassent pas $: 62.363.733, dont la plus grande partie en provenance du Canada pour le compte de la Grande-Bretagne. Les exportations s'élevant à $: 116.575.535, dont 58 1/2 millions pour l'Amérique du Sud, 17 millions pour le Japon, 16 pour le Mexique et 15 pour l'Espagne, l'excédent à la sortie est de $: 54.211.802

Le résultat de ces échanges de métal jaune entre la grande république américaine et le reste du monde, au cours de la période qui va de 1914 à 1919 apparaît clairement dans le tableau suivant (en dollars) :

Années (1)	Importations	Exportations	Excédent des imp. (+) ou des exp. (—)
1914-1915	171.568.755	146.224.148	+ 25.344.607
1915-1916	494 009.301	90.248.082	+ 403.761.219
1916-1917	977.176.026	291.921.225	+ 685.254.801
1917-1918	124.413.483	190.852.224	— 66.438.741
1918-1919	62.363.733	116.575.535	— 54.211.802

De 1914 à 1919, le stock d'or des Etats-Unis s'est accru d'une somme nette de $: 993.708.618.

***

(1) Tableau dressé à l'aide des documents publiés par les maisons Samuel Montagu et Moccatta, de Londres.

A l'intérieur des pays non belligérants autres que les Etats-Unis, on assiste, dans des proportions moins vastes, à des phénomènes identiques. L'encaisse des banques d'émission s'accroît dans des proportions considérables, comme l'indique le tableau ci-après :

RÉSERVES D'OR

dans les Banques des principaux pays non belligérants en 1914 et en 1919. (1)

	30 Juin 1914	30 Juin 1919	Accroissement
Suède	105.429.804 Kroner	288.927.728 K.	183.497.924 K.
Norvège	44.000.000 Kroner	148.000.000 K.	104.000.000 K.
Danemark	76.600.000 Kroner	187.800.000 K.	111.200.000 K.
Hollande	160.623.432 Florins	657.722.250 F.	497.098.818 F.
Espagne	531.601.879 Pesetas	2.271.239.536 P.	1.739.637.657 P.
Suisse	191.891.479 Francs	467.649.727 F.	275.758.248 F.
Japon	224.365.880 Yen	728.760.000 Y.	504.394.120 Y.

De 1914 à 1919, les réserves d'or des principaux pays neutres et celles du Japon, se sont donc accrues de 4.900.901.410 *francs or*. Il faudrait, pour que le calcul fut plus précis, ajouter à ce chiffre celui qui mesure l'accroissement de la quantité des monnaies d'or en circulation dans ces mêmes pays, pendant la même période, mais c'est là une évaluation qu'il est impossible de tenter, les données manquant entièrement dans un grand nombre de cas : d'ailleurs, l'or ayant cessé de circuler librement dans la plupart des pays pendant la guerre, la situation des réserves des banques donne une idée suffisamment exacte des mouvements du métal jaune au cours de cette période.

Le stock d'or des Etats-Unis, s'étant, d'autre part,

(1) Tableau publié d'après les études du Secrétaire de la Trésorerie de Washington.

accru de : $ 993.708.618, soit 5.147.410.641 francs or, le total de l'augmentation du stock d'or des Etats-Unis, du Japon et des Neutres — Espagne, Suisse, Suède, Norvège, Hollande, — de 1914 à 1919 est égal à *10.048.312.051 francs or*. La production totale des mines pendant cette période n'ayant pas dépassé 13 milliards de francs or, et le tiers de la production annuelle étant absorbé uniquement pour l'entretien des stocks au même niveau, on voit que cette augmentation des réserves américaines et neutres n'a pu s'effectuer qu'au moyen d'un prélèvement sur des réserves antérieurement constituées. C'est ce qui est arrivé, en effet. Le total des encaisses qui était au 31 décembre 1913 de 20 milliards de francs, atteint au 31 décembre 1918 32 milliards francs or.

Le pourcentage du stock mondial détenu par chacun des pays s'établit ainsi :

	Fin 1913	Fin 1918	Août 1920	
Etats-Unis (1)	20,4 %	36 %	32,1 %	+
Grande-Bretagne	5 %	8 %	11,1 %	
France	20 %	11 %	10,5 %	=
Japon	1,9 %	4 %	6,2 %	+
Espagne	2,7 %	7 %	7,1 %	+
Argentine	6,6 %	4 %	6,8 %	+
Hollande	1,8 %	4 %	3,9 %	+
Allemagne	8,2 %	9 %	3,9 %	=
Italie	8,5 %	4 %	3,1 %	=
Canada	4,2 %	3 %	2,6 %	=
Indes	2,2 %	1 %	1,9 %	=
Belgique	2 %	1 %	0,8 %	=
Autriche-Hongrie	7 %	1 %	0,6 %	=
Tous les autres pays	9 %	7 %	7 %	=

(1) Document publié par la Trésorerie de Washington et reproduit dans le *Chronicle* de New-York, Février 1921.

Il résulte de ce tableau que la France, l'Italie et la Belgique, pays qui ont exporté moins d'or que l'Angleterre, ont cependant été de véritables exportateurs d'or, car les quantités de métal jaune qu'ils ont envoyées à l'étranger ont été prélevées sur leurs réserves, et non pas achetées sur les lieux de production.

La rapide esquisse qui précède montre que la période de 1914 à 1918 a été une période de migrations d'or comparable à celle du XVI[e] siècle, alors que les réserves du Nouveau-Monde, transportées en Europe, y provoquaient un déséquilibre économique aussi considérable, toutes proportions gardées, que celui dont nous souffrons aujourd'hui. Mais tandis qu'au XVI[e] siècle, cet or représentait uniquement le butin de la conquête, il a joué, au cours de ces dernières années, un rôle infiniment plus compliqué : le rôle de l'intermédiaire des échanges de produits, de services et de crédits. Chaque parcelle d'or qui s'est déplacée au cours de ces quatre années, dont les événements pèseront si lourdement dans l'histoire du monde, a été le symbole d'une multiplicité de rapports et d'intérêts, en même temps que le signe visible des combinaisons nombreuses auxquelles les pays débiteurs ont eu recours, afin, tout en s'acquittant, de ménager leurs réserves, de sauvegarder l'avenir. Les Etats-Européens avaient acquis, à travers les siècles, le métal jaune en échange de leurs marchandises ou comme témoignage de leur puissance. Ils avaient ainsi obtenu une richesse, capable de mesurer les autres richesses, avec d'autant plus de fixité, qu'elle avait elle-même une valeur intrinsèque égale à celle des biens contre lesquels elle était échangée. La détention de l'or était une cause d'équilibre, son évanouissement une cause de déséquilibre.

CHAPITRE III

Les Causes et les Mécanismes des Déplacements d'Or

1° : D'août à décembre 1914

Deux courants différents se sont successivement manifestés dans les déplacements d'or engendrés par la guerre. Tout d'abord, pendant les cinq derniers mois de 1914, l'or américain afflue vers Londres ; à partir de janvier 1915, au contraire, l'or allié commence à refluer vers les places neutres, et surtout vers New-York, qui, plus tard, devient l'unique *marché libre* du métal jaune c'est-à-dire le marché où l'on peut toujours échanger du papier contre de l'or et à parité.

On voit s'amonceler dans les banques des réserves jusqu'alors inconnues. Comment s'expliquent ces deux tendances opposées ? Pourquoi, d'août à décembre 1914, l'or neutre s'est-il dirigé vers les places des pays alliés ? Pour le comprendre, il est nécessaire d'analyser brièvе-

ment la situation qu'occupait la place de Londres au début de la guerre.

Dans les rapports financiers internationaux, Londres joue, depuis un grand nombre d'années, un rôle de tout premier plan. C'est à cause de cette prépondérance de la livre que l'or s'est dirigé vers le marché anglais, d'août à décembre 1914.

Le premier effet de la guerre a été, avant même que les hostilités fussent entamées, d'arrêter subitement le fonctionnement du crédit international dont Londres était le centre.

Dès le 27 juillet 1914, Londres *cessait ses opérations d'acceptation et d'escompte du papier étranger*. La gravité de cette mesure s'explique d'elle-même, si l'on se reporte aux considérations qui précèdent, et si l'on envisage le fonctionnement du mécanisme de l'acceptation. Lorsqu'un exportateur américain tire une traite à trois mois sur son client anglais, qu'il l'a fait accepter à Londres par une maison d'acceptation ou une banque, puis escompter sur le marché anglais, il anticipe de trois mois le paiement de sa marchandise, et cette opération a une répercussion immédiate sur le change. En effet, grâce à l'acceptation, dès que la traite de l'exportateur est remise à une banque de New-York, cette dernière est en mesure de vendre du change à vue. Mais si le mécanisme de l'acceptation est soudainement paralysé, les banques américaines, si elles n'ont pas de fonds disponibles à Londres, ne peuvent plus vendre du change à vue, à moins d'exporter de l'or, et cela, même si les traites à échéance éloignée continuent d'arriver sur le marché.

Il en est de même, s'il s'agit d'une opération dans laquelle l'Angleterre ne soit pas directement intéressée. Une exportation de la Chine aux Etats-Unis, payable à

échéance de deux ou trois mois, se résume en un tirage immédiat de la Chine sur Londres, puis, à l'échéance, par une remise de New-York à Londres, ou un tirage de Londres sur New-York. Les marchés étrangers, pour toutes les opérations de crédit, en étaient arrivés à considérer le concours de Londres, comme un rouage indispensable de leur organisation normale. Il est évident que, Londres se retirant du marché international, le résultat devait être une demande inusitée de lettres de change sur Londres, accompagnée d'une disparition de l'offre.

Dès le 27 juillet, le chaos des finances internationales était donc extrême, et les divers pays du monde se trouvaient dans le plus grand embarras pour régler mutuellement leurs comptes. En effet, pour solder une dette à l'étranger, il ne peut y avoir que quatre moyens : on peut exporter de l'or, exporter des marchandises, exporter des titres, ou se faire ouvrir des crédits. Mais pendant quelques jours, vers la fin de juillet et au début d'août 1914, aucun de ces quatre moyens ne fut à la portée des pays débiteurs. L'exportation des marchandises était rendue sinon impossible du moins extrêmement difficile, à cause de l'insécurité des routes maritimes, et de la hausse des frets et des assurances. L'exportation de l'or, pour les mêmes raisons, devenait à peu près impraticable, et d'ailleurs un grand nombre de pays, à peine la guerre déclarée, mirent d'une façon plus ou moins déguisée, l'embargo sur les sorties de métal jaune. L'exportation des titres, bien que libre, était impossible, car les différentes Bourses furent fermées avant même que la guerre fut déclarée. La Bourse de New-York ferma ses portes le 30 juillet et le Stock Exchange de Londres l'imita le lendemain. Enfin le mécanisme du crédit international étant brusquement interrompu par l'arrêt des

opérations sur la place de Londres, le change sur l'étranger disparaissait à peu près entièrement et le réglement des dettes internationales restait en suspens.

Il est évident que cet arrêt brusque du marché en pleine activité devait trouver Londres dans une situation créditrice. En ce qui regarde les seuls Etats-Unis, la balance favorable à l'Angleterre s'élevait, à la fin de juillet, à environ 150 millions de dollars. Cette situation explique que l'or des autres pays, et spécialement l'or américain, soit entré largement sur le marché anglais, pendant les 5 derniers mois de 1914. Dès les premiers symptômes de la crise, c'est-à-dire le 23 juillet, New-York commença à exporter de l'or à destination du continent européen. Deux millions et demi de dollars d'or sortirent le 23 juillet, et, le 28, 3.600.000 dollars d'or prirent le même chemin. Pendant ces derniers jours de juillet, les Etats-Unis exportèrent tout l'or que les compagnies d'assurances acceptèrent d'assurer. La situation se compliqua de ce fait que les détenteurs européens de titres américains vendirent à la Bourse de New-York une grande quantité de ces titres avant le 30 juillet, jour où l'on décida de fermer l'établissement de Wall-Street, pour enrayer l'effondrement des cours. Mais, quand même la fermeture de la Bourse aurait été décidée avant le « run » des derniers jours, il eût été impossible aux Etats-Unis d'exporter de l'or en quantité suffisante pour faire face à la demande de livres. Cette insuffisance se traduisit mathématiquement par la hausse du change : la livre sterling valait $: 4,85 le 15 juillet et $: 4,95 le 31 juillet. Pendant les premiers jours d'août aucune transaction ne fut possible, et, lorsque les opérations recommencèrent, la livre valait 5,04, ce qui représentait une prime de 3,70 % ; au début de septembre, la

prime dépassa même 4 %. On n'était pas encore habitué, en 1914, à des écarts d'une telle amplitude pour des changes qui avaient coutume d'osciller sagement entre les points d'entrée et de sortie de l'or. L'expérience des années qui ont suivi a permis aux milieux financiers des pays alliés d'acquérir à cet égard un calme à l'épreuve d'une perte de 30 ou 40 %. Mais les banques américaines, en août 1914, furent saisies d'une grande inquiétude. Dans l'impossibilité de faire des envois d'or outre-Atlantique, elles expédièrent à Montréal, dans la première semaine d'août, 11 millions de dollars d'or. C'était insuffisant, et le cours de la livre continua de s'élever. Les Etats-Unis, en effet, étaient débiteurs envers l'Angleterre d'environ $: 450.000.000, payables avant le 1er janvier 1915. La ville de New-York devait également rembourser à la même date, à Londres et à Paris, $: 80.000.000 d'obligations. Ni la France, ni l'Angleterre n'étaient disposées à proroger ces échéances, dans l'état où elles se trouvaient elles-mêmes. Il était impossible de se procurer sur le marché du change les remises nécessaires, et d'ailleurs on risquait, en s'adressant au marché, d'aggraver dans des proportions énormes la dépréciation du dollar. Les Etats-Unis, malgré la répugnance que marquaient les banques de Réserve Fédérale à se dessaisir de stocks d'or qu'elles avaient constituées avec soin et qu'elles n'estimaient point trop considérables, durent se décider à des exportations massives de métal jaune, afin de soutenir le dollar pendant une période aussi critique. La Banque d'Angleterre seconda ce dessein. Le 12 août, on annonça que la Banque d'Angleterre, profitant de ce que sa charte ne lui impose pas la localisation de sa réserve en un lieu déterminé, décidait de créer, à Ottawa, une succursale qui recevrait l'or à desti-

nation de l'Angleterre et qui, en retour, ferait ouvrir un crédit à Londres au profit de la personne désignée par l'exportateur du métal.

Certains financiers américains insistaient pour qu'on soldât, coûte que coûte, et en or, au besoin, la balance des comptes des Etats-Unis avec l'Angleterre. Pour cela ils proposaient d'apporter des modifications aux lois bancaires afin de faciliter la sortie du métal précieux. L'Angleterre ne cachait pas ses préférences pour ce mode de paiement. Le gouvernement américain, au contraire, éprouvait de vives inquiétudes à l'idée d'affaiblir dans des proportions aussi sensibles une réserve d'or d'autant plus nécessaire que les Etats-Unis se trouvaient, au moment de la déclaration de guerre, en pleine réorganisation bancaire. Une preuve de cette inquiétude est fournie par la question posée par le « State Department » de New-York à la Banque d'Angleterre, aux fins de savoir si, dans le cas où l'Amérique solderait sa balance défavorable en or, l'Angleterre serait disposée à agir de la même façon s'il lui arrivait de se trouver dans une situation analogue. La Banque ne répondit pas d'une façon nette à cette question.

Le 4 septembre, le Federal Reserve Board réunit les représentants des *clearing-houses* des villes de Réserve, afin d'examiner avec eux la situation créée par la dislocation du système des paiements internationaux. Cette assemblée décida de réunir une certaine quantité d'or, qui serait déposée à Ottawa, au Ministère des Finances canadien, au compte de la Banque d'Angleterre. Un comité se constitua. Le chiffre de la réserve d'or, du *gold pool*, fut fixé tout d'abord à 150 millions de dollars, dont 25 millions devaient être immédiatement et effectivement transférés à Ottawa. Ce projet fut soumis, le 5 septembre,

au Contrôleur de la Circulation, et, le 8, au Bureau de Réserve Fédérale, qui s'occupait alors d'organiser le système d'émission nouveau, dont la mise en vigueur était prévue pour le 1er novembre suivant. Le 11, ce Bureau annonçait que le projet était momentanément abandonné. Mais, presque aussitôt, la persistance et l'aggravation de la crise eurent raison de cette intransigeance : le 20 septembre, le *gold pool* de *100 millions de dollars* était constitué. Chaque banque devait participer à cette exportation en proportion de sa réserve d'or. Le quart de la souscription devait être appelé immédiatement, et le reste suivant les décisions du Comité d'Organisation.

Au début d'octobre, la souscription n'étant pas encore terminée, 9 banques de New-York firent une avance de 10 millions de dollars pour permettre au Comité de commencer ses opérations. Le but du Comité n'était pas d'exporter de l'or en quantité suffisante pour faire baisser le change au-dessous du point de sortie de l'or, mais simplement de vendre des livres toutes les fois qu'il estimerait les cours trop élevés par rapport à la situation réelle du marché. Les demandes d'achat devaient être accompagnées de la justification de l'usage qu'on voulait faire de la remise.

D'ailleurs, cet or, centralisé par le gold pool, et prêt à être remis en paiement, était surtout destiné à donner confiance aux créanciers anglais de l'Amérique. Les promoteurs de l'opération ne croyaient pas qu'il serait nécessaire de l'envoyer effectivement à Ottawa, et c'est précisément cette conviction que l'or n'aurait pas à quitter le territoire des Etats-Unis, qui détermina l'adhésion du Bureau de Réserve Fédérale à la combinaison. Les choses ne se passèrent pas ainsi. Pour que le change s'améliorât sans que les envois d'or devinssent nécessai-

res, il eût fallu que les banques et maisons d'acceptations anglaises, créancières de l'Amérique, eussent la volonté et le moyen de renouveler les crédits qu'elles avaient ouverts. Pour cela, il eût fallu qu'elles pussent trouver auprès de la Banque d'Angleterre de larges facilités de mobilisation, à une époque où l'inquiétude générale pouvait amener un nouveau « run » aux guichets des établissements d'émission. Aucune de ces conditions n'était réalisée, ni réalisable. La réserve disponible de la Banque d'Angleterre était tombée de £ : 29.300.000, le 23 juillet, à moins de £ : 10.000.000, le 6 août ; tandis que ses engagements passaient dans le même temps de £ : 56 à £ : 68 millions. Il fallut donc envoyer au Canada l'or réuni par le Comité.

Du 1er août au 1er décembre 1914, les exportations d'or des Etats-Unis se sont élevées à près de 105 millions de dollars, dont la presque totalité a été envoyée à Ottawa. Comme ils ont reçu, au cours de la même période, $: 18.000.000, les sorties nettes, pour les 4 mois, se sont trouvées ramenées à 87 millions de dollars.

Quant à l'emprunt de la Ville de New-York, qui venait à échéance à partir de septembre 1914 (1), et dont 80 millions de dollars, sur un total de 100 millions, avaient

---

(1) Les bons souscrits se distribuaient entre Paris et Londres de la façon suivante :

Sept. 1914	Londres	2.170.000		Sept. 1914	Paris	7.000.000
Oct. 1914	—	2.310.000		Oct. 1914	—	10.450.000
Nov. 1914	—	6.225.000		Nov. 1914	—	35.550.000
Déc. 1914	—	2.605.000		Déc. 1914	—	8.590.000
Janv. 1915	—	100.000				
Total. . . .		13.410.000		Total. . . .		61.500.000

V. Alfred Mawas : Le système monétaire et le change anglais depuis la guerre, p. 189 et s.

été placés à Paris et à Londres, son paiement fut également assuré par un Comité de banquiers. Un syndicat, à la tête duquel se trouvaient les maisons J.-P. Morgan et Kuhn, Loeb et C°, souscrivit un emprunt à la Ville au taux de 6 %. Le syndicat offrit à la Ville le change nécessaire au paiement des tranches étrangères à un prix fixe et convenu d'avance. Si le syndicat arrivait à se procurer le change à un prix inférieur, son bénéfice devait être limité à 2 % le reste devant revenir à la Ville de New-York. Les banques faisant partie du syndicat s'engagèrent de leur côté vis à vis de ce dernier à lui offrir de l'or ou du change en proportion de leurs souscriptions à l'emprunt. Entre le 16 septembre et le 6 novembre, les souscripteurs fournirent 52 millions de dollars dont 17 millions en change ou chèques, et 35 millions en or, soit plus de 67 %. A partir du milieu de novembre, c'est-à-dire pour les trois derniers appels du syndicat, les banquiers n'eurent aucune difficulté à se procurer le change nécessaire.

A mesure que les semaines s'écoulaient, le cours du dollar, grâce aux mesures qui viennent d'être décrites, grâce surtout à l'influence de causes générales qui seront analysées plus loin, s'améliorait. Le change de New-York sur Londres qui, en septembre, s'était maintenu entre $ 4,95 et 5,06 pour 1 livre sterling, et, en octobre, entre $ 4,90 1/2 et 4,97 1/2, descendait en novembre à $: 4,88, c'est-à-dire à son niveau moyen de la première semaine de juillet. Le redressement du dollar se poursuivit en décembre. En fin d'année, il faisait une légère prime sur la livre sterling (4,85 1/2 contre 4,866 au pair) et l'or précédemment exporté commençait à faire retour à New-York. Compensation faite des sorties, les statistiques des mouvements du métal jaune laissent, pour le mois de

décembre, un solde d'entrées de près de 4 millions de dollars. C'est le premier symptôme de cette suprématie monétaire que les Etats-Unis vont exercer dans une mesure de plus en plus grande, pendant toute la guerre et après l'armistice, et qu'ils exercent encore aujourd'hui.

2° De Janvier 1915 à Novembre 1918.

On a vu dans la première partie de cette étude que, à partir de janvier 1915, les importations nettes d'or vont en croissant aux Etats-Unis et dans les pays neutres. D'où vient cet or ? Pourquoi l'importe-t-on ? Telles sont les deux questions qui vont être successivement examinées.

Il est nécessaire d'indiquer dès l'abord que la presque totalité du métal précieux qui est entré sur le territoire des Etats-Unis pendant la guerre provenait des pays alliés.

Cependant, il ne faut pas oublier qu'en 1915, pour enrayer la perte que subissait sa monnaie nationale sur les places neutres, l'Allemagne, ne prévoyant pas que la guerre pourrait se prolonger pendant plusieurs années, adopta tout d'abord une politique conforme aux données de l'expérience d'avant-guerre : elle exporta de l'or. Cet or provenait, pour la plus grande partie, du trésor de guerre de la tour de Jullius, et fut exporté par l'Allemagne dans les sacs même où la France l'avait enfermé au moment où, en 1871, elle avait versé l'indemnité de guerre. Le premier de ces envois d'or était à destination l'Angleterre, où il parvint en traversant les Pays Scandinaves. On ne doit pas oublier, en effet — c'est un fait

qui n'a pas assez été mis en lumière — que les banques allemandes de Londres ont continué leurs opérations plusieurs mois après la déclaration de guerre.

Aucune statistique officielle n'a été publiée quant à l'importance de ces envois. Schmidt, dans son étude intitulée : « Die Wechselkurse und ihre Beherrschung wahrend des Weltkrieges und der Uebergangazeit », évalue leur total à 800 millions de marks. Ce chiffre est bas, comparativement au stock d'or de la Reichsbank, lequel, malgré de fréquents emprunts, s'élevait encore, le 31 décembre 1918, à 1.282 millions de marks. C'est que le gouvernement allemand a commencé de très bonne heure à centraliser l'or du pays dans les caisses de la Banque d'Empire au moyen d'une active campagne de propagande. Il a pu ainsi maintenir le stock de métal jaune de la Reichsbank, pendant toute la durée des hostilités, à un niveau très supérieur à celui d'avant-guerre, bien que les envois d'or à l'étranger n'aient jamais complètement cessé. En novembre 1917, après que le traité de Brest-Litovsk lui eut assuré un important versement d'or russe, ce stock s'élevait à 2.550 millions de marks. Mais ensuite, l'encaisse a diminué graduellement : malgré le danger que présentait pour la Reichsbank cet affaiblissement de la couverture de ses émissions, le gouvernement a été obligé de revenir à sa politique du début de la guerre parce que tous les autres moyens de règlement lui faisaient défaut. Au même moment, d'ailleurs, beaucoup de théoriciens allemands affirmaient que l'or, à la suite du bouleversement économique du monde, allait perdre son privilège de régulateur des échanges internationaux. Les événements, on peut dès aujourd'hui l'affirmer, ont démenti ces prévisions.

Si les exportations d'or de l'Allemagne n'ont pas joué

un rôle plus considérable, et sont, en somme presque négligeables à côté des exportations d'or des Alliés, cela tient aussi à une autre cause, qui se rattache étroitement à létat du marché monétaire américain. En 1914, les Etats-Unis n'étaient nullement préparés à devenir les banquiers du monde. Le renversement de la balance de leurs comptes, les envois d'or affluant de tous les pays d'Europe qui, jadis, aspiraient l'or américain, ont causé tout d'abord aux Etats-Unis un certain étonnement, on peut même dire un certain embarras. Ne possédant pas, comme Londres, un mécanisme bancaire extrêmement spécialisé, et en relations avec l'univers, ils n'ont su, pendant longtemps, qu'empiler dans des coffres l'or des belligérants, sans profit ni pour ces derniers, ni pour eux-mêmes. L'Allemagne, ne pouvait se faire ouvrir outre-Atlantique, des crédits reposant sur une base large, a dû resteindre bientôt ses envois de métal jaune : l'encaisse tout entière de la Reichsbank aurait franchi l'Océan, sans que le change du mark s'améliorât d'une façon durable. A partir d'avril 1917, le marché américain étant fermé pour les Empires Centraux, ceux-ci n'ont plus exporté d'or qu'à destination de la Suède, et, dans une moindre mesure, de la Hollande, du Danemark et de la Suisse, et ces envois sont restés très faibles jusqu'à la fin de la guerre, surtout si on les compare au flot de métal jaune que les Alliés ont déversé sur le continent américain.

Pour les Alliés, la situation était toute différente : les Alliés avaient Londres. Par une combinaison qui sera analysée plus loin, la place de Londres a servi de centre de règlements des dettes alliées : interposée entre l'Europe et les Etats-Unis, elle a été le canal par où l'or de l'Entente s'est écoulé lentement vers New-York en alimentant des crédits de plus en plus larges, en faisant naître des faci-

lités de plus en plus nombreuses, qui, sans cet intermédiaire, n'eussent pu être obtenues.

Avant d'aborder l'étude du mécanisme des envois d'or de l'Entente vers les neutres, il est indispensable d'indiquer sous l'influence de quelle nécessité les pays Alliés ont dû se défaire de leurs réserves métalliques. Les causes étant élucidées, l'analyse des procédés permettra de mesurer l'ingéniosité avec laquelle des ressources bancaires extrêmement diverses ont été mises en œuvre, au moyen de cet or, pour assurer l'effort quotidien et le succès final.

***

La France. — Quelle que soit la diversité des causes qui, pour chacun des pays de l'Entente, ont amené l'exode du métal jaune, on peut cependant les rattacher à une cause unique et générale : le renversement de la balance des comptes des pays alliés, et, en particulier, de la France et de l'Angleterre.

On n'insiste pas toujours assez, lorsqu'il s'agit du déficit de la balance des comptes d'un pays, sur un fait qui doit être mis en lumière : c'est que, quelle que soit l'importance de la différence, il faut, de toute nécessité, qu'elle disparaisse, et que le débiteur s'acquitte. Les comptes d'un pays, pas plus que ceux d'un particulier, ne sauraient demeurer indéfiniment en suspens. Lorsqu'on dit que, entre deux pays à même étalon monétaire, la hausse du change est le signe du déficit des comptes de l'un d'eux, il ne faut pas oublier que ce même phénomène est aussi l'indice des efforts que fait celui-ci pour

s'acquitter. Pendant toute la guerre, les comptes de la France vis à vis des Etats-Unis et de la Grande-Bretagne, de même que les comptes de cette dernière vis à vis des Etats-Unis, ont été, chaque année, déficitaires. Mais chaque année, cette différence a été réglée, les commerçants américains ont reçu tout leur dû, et c'est pourquoi la guerre a pu durer. Pour combler le déficit, plusieurs moyens ont été mis en œuvre : à la base de la plupart d'entre eux, que trouve-t-on ? Des envois d'or. L'or a été le pivot de la guerre financière. Son rôle n'a jamais été plus important, son influence plus puissante, qu'à partir du jour où il a disparu de la circulation, et où, concentré dans les caisses des établissements d'émission, il a joué sous les formes les plus diverses, son rôle d'élément de compensation des comptes internationaux.

Si, d'août 1914 à janvier 1915 l'Angleterre a vu l'or américain abonder sur son marché, la France, de son côté, jouissant des avantages d'une situation acquise, n'a pas eu à entamer sa réserve. C'est à partir de 1915, seulement que l'or français s'est ébranlé. Cette résistance s'explique aisément : la France, avant la guerre, occupait dans le monde une situation exceptionnelle, puisque suivant une formule bien connue, elle était créditrice partout, débitrice nulle part. Cependant, la balance du commerce proprement dite nous était, au cours des années qui ont immédiatement précédé 1914, presque constamment défavorable : de 1903 à 1907, la moyenne de notre commerce d'importations s'était élevée à 5.190 millions de francs, contre 7.070 millions aux exportations, soit un excédent favorable de 1.880 millions, mais, de 1908 à 1912, la proportion s'était renversée, et, les importations atteignaient 7.070 millions, les exportations étaient tombées à 5.690 millions, de sorte qu'un solde défavo-

rable de 1.110 millions était apparu. En 1913, l'excédent d'importations s'élevait à 1.632.693.000 francs. Mais, si l'on considère au lieu du commerce extérieur, le total des comptes du pays, la situation se renverse et la France devient créditrice sur toutes les places du monde. En effet, elle possédait alors, sous forme de valeurs étrangères, détenues par ses nationaux, un chef de créances considérable. Les créances périodiques résultant du paiement des coupons ont diminué d'importance à partir du jour où les nécessités de la défense nationale ont exigé le rapatriement du portefeuille étranger de la France. Mais avant la guerre, et pendant les premiers mois de la lutte, elles ont largement contribué à faire du franc une monnaie de premier ordre, et à favoriser la constitution, dans les caves de la Banque de France, d'une énorme encaisse d'or. D'après les travaux de M. Neymark, on peut admettre que la France possédait, à la veille de la guerre, pour 40 milliards de francs de valeurs étrangères productives d'intérêt. En acceptant comme revenu moyen un taux de 4 1/2 % on est bien près d'une évaluation exacte. En 1914, la France inscrivait donc à l'actif de ses comptes à l'étranger un revenu annuel de 1.800 millions. Il faut, à cet égard, rendre justice à nos grands établissements de crédit, qui centralisaient les sommes à nous dues par l'étranger du fait de l'échéance des coupons, et qui étaient le canal par où nous arrivait cet or, que recueillaient ensuite des mains prévoyantes.

Autre élément d'actif : si, malheureusement, à l'inverse de ce qui se passe pour l'Angleterre, notre marine marchande ne peut nous procurer des frets considérables, et si, contrairement à ce qui a lieu pour l'Italie, et, dans une moindre mesure, pour l'Allemagne, l'émigration de nos nationaux ne nous assure pas le flux continuel d'une

épargne constituée à l'étranger et faisant retour dans les banques de la métropole, — du moins les frais de séjour des étrangers en France, et spécialement des Américains, venaient fournir un appoint non négligeable à notre solde créditeur. (1)

Grâce à l'action convergente de tous ces éléments, chaque année, une fois nos dettes payées, nous nous trouvions en possession d'un solde en or qui, tout naturellement, se dirigeait vers la Banque de France, dont le billet avait la même valeur que l'or et présentait, en outre, des avantages pratiques qui le faisaient préférer dans la circulation nationale et internationale. La Banque, avec une persévérance et une clairvoyance auxquelles on doit rendre hommage, a poursuivi pendant de longues années une politique d'encaisse, dont il est nécessaire d'indiquer rapidement ici les résultats, car, sans cette concentration préalable, il eut été impossible aux Alliés d'envoyer, pendant la guerre, sur les places neutres, les quantités d'or dont ils ont pu se défaire et qui, seules, leur ont permis d'équilibrer leurs comptes.

C'est surtout depuis l'année 1908 que cette politique d'encaisse s'est développée, aidée par l'abondance monétaire qui succéda, sur les marchés étrangers, à la violente crise de 1907. Cette abondance, en permettant aux places étrangères d'abaisser le taux de leur escompte, favorisa le retour en France de capitaux qui avaient émigré, soit à l'occasion d'emprunts, soit en raison de l'appât d'un

---

(1) Fixer la somme exacte provenant de ce chef est extrêmement difficile. Cependant on peut en avoir une idée lorsqu'on sait que les dépenses annuelles des touristes américains étaient évaluées par les financiers des Etats-Unis, à un total de 1.250 millions de francs dont la majeure partie revenait à la France. (American Finance, Philadelphie, 1916).

gain plus élevé, ce qui nous procura une période prolongée de changes extrêmement favorables. En 1897, lors du renouvellement du privilège de la Banque, l'encaisse jaune était de 1.945 millions. En 1905, elle avait passé à 2.855 millions, et, à la fin de 1909, elle atteignait 3.495 millions, soit une augmentation de près de 650 millions en 4 ans. Fin 1913, elle s'élevait à 3.517 millions. Pendant les 6 premiers mois de 1914, chaque bilan hebdomadaire enregistre un nouveau bond de l'encaisse jaune, qui bat chaque fois son propre record. Au 1er mars, elle était de 3.598 millions, au 24 juillet, elle atteignait 4.104.390.951 francs.

Lorsque la guerre éclata, la situation financière de la France était d'une solidité telle que plusieurs mois durent s'écouler avant que les premiers indices du fléchissement devinssent évidents. Cette résistance, cependant, devait forcément céder, parce que les comptes de la France avec l'extérieur devenaient de toutes parts débiteurs. Les étrangers n'étant plus autorisés à pénétrer en France, ne contribuaient plus au règlement de nos dettes sur leur pays. Les transports maritimes, remis au gouvernement, étaient affectés uniquement au ravitaillement du pays et à la défense nationale. La balance des comptes, privés de ces éléments d'actif, voyait son passif s'alourdir de jour en jour par suite du déséquilibre rapidement croissant de la balance du commerce. C'est là la cause principale et primordiale du déficit, et pour la France, et, comme on le verra plus loin, pour l'Angleterre.

En 1914, malgré les troubles profonds apportés dans les échanges extérieurs de la France par les événements des cinq derniers mois de l'année, l'excédent des importations sur les exportations se maintient à peu près au même niveau que dans les années antérieures : cet

excédent s'élève, pour l'année tout entière, à 1.524.695.000 francs, au lieu de 1.632.693.000 francs en 1913. Mais d'août à décembre, le commerce extérieur total subit une forte diminution, à la fois à l'entrée et à la sortie. En 1915, une modification considérable s'introduit dans le rapport de ces deux nombres, resté constant depuis tant d'années : le déficit de la balance commerciale est, pour les douze mois, égal à 7 milliards de francs. Ce changement ne s'est pas produit d'un seul coup : pendant les trois premiers mois de 1915 la moins-value a été de 800 millions de francs pour les importations, et de 970 millions pour les exportations. Au mois d'avril, un brusque changement se produit, coincidant avec la hausse du change sur l'étranger. Les importations d'avril 1915 ne laissent plus qu'une moins-value de 33 millions en chiffres ronds, alors que la moyenne mensuelle du premier trimestre était de 270 millions : ce relèvement provient pour 102 millions de l'entrée d'objets fabriqués, et une diminution de 140 millions persiste sur les matières nécessaires à l'industrie. Les exportations restent stationnaires, et en mai, faiblissent encore, tandis que les importations continuent de croître. Le mois de juin, pour la première fois fait apparaître une plus-value des importations par rapport à la période correspondante de 1914 : la plus-value totale est de 63 millions. Bien que, dans ce même mois, les exportations se relèvent un peu, on voit, si l'on considère l'ensemble du premier semestre de 1915, que les importations atteignent 3.550 millions, et les exportations 1.450 millions, de sorte que la balance du commerce, pour ces 6 mois, laisse un solde de 2.100 millions d'exportations non contre-balancées par des exportations. On peut juger de l'importance de ce chiffre

si l'on se souvient que le solde moyen déficitaire était, en temps de paix, de 1.500 millions pour une année.

En août 1915, nos importations étaient de 600 millions supérieures à celles d'août 1914, chiffre qui montre l'importance du tribut que douze mois de guerre nous avaient amenés à verser à l'étranger. Le même mouvement se poursuit en septembre, octobre, novembre et décembre, caractérisé par une lente augmentation des exportations, qui restent toujours en moins-value considérable sur les chiffres d'avant la guerre (bien qu'étant en plus-value sur les chiffres des mois correspondants de 1914) et par une plus-value énorme et toujours croissante des importations.

Si l'on compare les résultats du commerce extérieur pour 1915 avec ceux de 1914, on obtient les résultats globaux suivants : les importations en 1915 sont de 8.074.492.000 francs, contre 6.402.169.000 francs en 1914, soit, au profit de 1915 une plus-value de 1.672.323.000 fr. Les exportations sont de 3.022.302.000 francs, contre 868.834.000 francs en 1914, soit, pour 1915, une moins-value de 1.846.532.000 francs. L'excédent d'importations en 1915, est de 5.052.190.000 francs, si l'on applique aux marchandises achetées en 1915 les prix de ces mêmes marchandises en 1914. Ces chiffres ont été rectifiés par l'administration des Douanes, en tenant compte de la hausse des prix qui s'est manifestée en 1915, et qui donne le résultat suivant :

Importations	11.035.794.000
Exportations	3.937.369.000
Excédent d'importations	7.098.425.000

Bien que ce chiffre soit faible comparé aux excédents des années qui ont suivi, il est assez considérable pour que, d'ores et déjà, on puisse concevoir que l'exportation pure et simple de l'or ne saurait être qu'un secours bien insuffisant dans une telle conjoncture. L'Entente sera donc acculée à rechercher des mécanismes nouveaux pour que cet or dégage toute sa puissance de crédit.

En 1916, le déséquilibre s'accentue de mois en mois. L'Administration des Douanes, en communiquant les résultats du commerce spécial pour le premier semestre de 1916 fait observer que ces deux chiffres sont établis d'après les barèmes de 1915, alors que la valeur réelle des marchandises a considérablement augmenté depuis. Aussi conseille-t-elle, pour obtenir les valeurs réelles, de majorer les importations de 91 % et les exportations de 50 %. En procédant à cette rectification, on obtient les résultats suivants pour le premier semestre de 1916 :

Importations	8.516 millions
Exportations	2.573 —
Balance	5.943 —

La progression continue ensuite à s'élever, puisque le même mode de calcul appliqué aux sept premiers mois de 1916 donne un déficit de 7.346 millions, soit plus d'un milliard par mois. Pour le seul mois de juillet, les statistiques font apparaître un excédent d'importations de 677 millions qui ressort en réalité, après rectification, à 1.406 millions. Pour les onze premiers mois, le déficit atteint 6.108 millions, selon les statistiques, soit près de 13 milliards. Enfin, pour l'année 1916 toute entière, les statistiques donnent le tableau suivant :

	Millions de francs
Importations	15.159.412
Exportations	5.115.690
	10.043.722

soit un excédent d'importations d'un peu plus de 10 milliards. En communiquant ce résultat, l'Administration des Douanes fait remarquer que ces derniers chiffres totaux sont établis d'après les taux de 1915, au lieu que les deux précédentes statistiques mensuelles étaient établies d'après ceux de 1914, et elle n'indique pas la correction qu'il faudrait apporter aux taux de 1915 pour avoir la valeur réelle des entrées et sorties en 1916 et spécialement la valeur afférente au mois de décembre. Mais le prix de toutes les marchandises ayant subi une hausse considérable en 1916, l'excédent réel de nos importations est certainement de beaucoup supérieur à 10 milliards, puisque, pour le premier semestre, il était de près de 6 milliards et que la progression a crû de mois en mois pendant le second semestre. Cet excédent est évalué à 14 milliards. Les chiffres donnés par les statistiques du commerce extérieur pour le mois de janvier 1917, comparés aux chiffres correspondants du mois de janvier 1916, montrent dans quelles proportions s'est accru, en un an, le tribut que la France doit payer à l'extérieur. Ces chiffres sont les suivants :

	Janvier 1917	Janvier 1916		Différence en 1917
Importations :	1.308.135.000	857.209.000	+	450.926.000
Eyportations :	240.800.000	258.465.000	—	17.665.000

Ainsi, en janvier 1917, la France importait pour 451 millions de plus qu'en janvier 1916, et elle exportait pour

17 millions 1/2 de moins. L'augmentation des importations était causée surtout par les entrées d'objets fabriqués, et, dans une moindre mesure, par les entrées d'objets d'alimentation ; c'est aussi sur ces deux chapitres que portait la diminution des exportations. Le déficit de notre activité industrielle s'accusait ainsi d'une manière sensible, provoquant une recrudescence d'achats à l'extérieur de la part du gouvernement et du commerce particulier. Pour l'année 1917 tout entière, le solde débiteur de la balance du commerce français atteint le chiffre énorme de 21 milliards, comme l'indique le tableau suivant :

	(En millions de francs)
Importations	27.553
Exportations	6.012
Balance	21.541 millions

En 1918, dernière année de guerre, une diminution marquée de l'excédent des importations se manifeste. Les chiffres du commerce extérieur, pour l'année, se présentent comme il suit :

Importations	19.915
Exportations	4.144
Balance	15.771

L'amélioration relative qu'on remarque en 1918, par rapport à 1917, et qui n'est pas inférieure à 20 % provient en grande partie de la diminution des importations pour compte de l'Etat : l'administration des Douanes signalait, en janvier 1919, qu'elle avait perçu en 1918,

1.314.604.000 francs de revenu, contre 1.786.838.000 fr. en 1917, soit 26 % de moins, et que la différence incombait au ralentissement des achats de l'Etat à l'étranger, dont le coefficient, par rapport au montant global des entrées, s'était abaissé, d'une année à l'autre, de 42 à 38 %, passant de 756 millions en 1917 à 509 en 1918. Cette diminution était, dans une certaine mesure, un symptôme favorable, puisque loin d'être la conséquence d'un resserrement des dépenses générales, elle coïncidait au contraire avec un fort relèvement des dépenses totales de l'Etat : elle indiquait donc que la France, en 1918, avait pu suffire davantage à ses propres besoins, grâce à l'activité de sa production nationale. En particulier, l'agriculture obtint, cette année-là, des résultats très supérieurs à ceux de 1917, et l'on put en outre moissonner plus de 55.000 hectares de blé dans les régions libérées par l'avance de nos armées, ce qui allégea pour l'Etat, la charge du ravitaillement, en permettant de réduire les achats à l'extérieur. Mais un déficit de 15 milliards ajouté à la dette que les années 1914, 1915, 1916 et 1917 avaient fait peser sur nous venait alourdir singulièrement nos règlements sur l'extérieur.

Ainsi, par le seul jeu des échanges commerciaux avec l'extérieur, la France a contracté une dette de 55 milliards sur l'étranger, de 1914 à 1918, c'est-à-dire à un moment où d'importants éléments de règlement cessaient d'être à sa disposition. La façon dont elle a réglé cette dette sera exposée plus loin. Il est nécessaire, auparavant, d'indiquer les modifications que les mêmes événements ont apportées pendant la même période, à la balance des comptes de l'Angleterre.

***

L'Angleterre. — Avant la guerre, le commerce extérieur de la Grande-Bretagne faisait apparaître régulièrement, à la fin de chaque année, un excédent considérable des importations sur les exportations. Pendant la période 1906-1913, cet excédent en tenant compte des mouvements de métaux précieux, a été égal en moyenne à 144,4 millions de livres annuellement. Mais une balance commerciale défavorable — on l'a déjà vu pour la France — n'implique pas forcément une balance des comptes débitrice. Il est d'autres éléments que l'on doit envisager, et qu'on a pris l'habitude de désigner sous le nom d'exportations invisibles. Les frets perçus par les compagnies d'armement constituent l'un des éléments de ce genre d'exportation, et ont une importance toute spéciale, lorsqu'il s'agit d'une marine marchande comme celle de l'Angleterre, qui exploite des lignes régulières dans toutes les mers du monde, et qui possède en outre un flotte considérable de navires « tramps », c'est-à-dire non affectés à une route donnée, et qui vont chercher du fret partout où on leur en offre à des conditions rémunératrices. D'après M. Hobson (1), les gains de la marine marchande anglaise, de 1905 à 1912, ont atteint les chiffres suivants, en millions de livres :

1905	90
1908	179
1911	110
1912	156

(1) The Export of Capital, Londres 1911.

Un autre chef de recettes, dans les comptes de l'Angleterre, est représenté par des commissions perçues par les banques, et les primes des compagnies d'assurances de toutes sortes. Les fonctions particulières de la place de Londres, qui ont été précisées plus haut, expliquent l'importance des sommes reçues par les banques anglaises en échange des services rendus par elles à leurs clients étrangers. De même, il est naturel que la Grande-Bretagne, première nation maritime du monde, possède un marché d'assurances fortement organisé, et auquel tous les autres pays ont recours. Ces commisions et ces primes ont été estimées, avant 1914, à 2 ½ % de la valeur totale des importations et des exportations anglaises. Sur ces 2 ½, 15 schillings % revenaient aux compagnies d'assurances, 5 schillings aux banques, et le 1 ½ restant à toutes les autres charges. On obtient, sur cette base les chiffres suivants :

1905	19,4
1908	20,9
1911	26,3
1912	29,9

Il faut, en outre, tenir compte des dépenses des services gouvernementaux à l'étranger, des remises des particuliers, des ventes des vieux bateaux, etc., qui donnent pour les années choisies :

1905	13,0
1908	13,6
1911	14,2
1912	14,4

D'autre part, les publications de l' « Inland Revenue »

permettent de calculer les bénéfices réalisés sur les placements au dehors. On a ainsi :

1905-1906	73,9
1908-1909	88,8
1910-1911	100,9
1911-1912	103,9

Ces diverses sources de revenus permettaient à l'Angleterre non seulement de solder la différence passive de son commerce extérieur, mais encore de réaliser chaque année un surplus important, qu'il est aisé de calculer, pour les années considérées, en combinant les chiffres qui précèdent à ceux du commerce extérieur, publiés par le Board of trade. Le tableau suivant indique, toujours en millions de livres, le montant de ce surplus :

1905	62,8
1908	129,9
1911	191,2
1912	226,0

Cela ne signifie pas que l'Angleterre recevait effectivement ce solde. Il faut simplement entendre par là qu'une fois qu'elle avait payé tous ses achats à l'étranger et tous les services qu'elle en avait reçus, il lui restait à recevoir de l'étranger des sommes dont elle aurait pu, à la rigueur, réclamer le paiement, mais qu'elle n'eut pu obtenir que de deux façons : soit en restreignant ses exportations, visibles et invisibles, soit en augmentant ses importations, visibles et invisibles, également. En fait, cet excédent s'investissait automatiquement en placements au dehors.

Jusqu'en 1914, l'Angleterre disposait donc chaque

année d'un crédit d'environ 200 millions de livres sur l'étranger. C'est ainsi qu'elle a pu se constituer ce portefeuille de valeurs étrangères, et notamment de valeurs américaines, qui a été d'un si grand secours pour les Alliés, et qui, actuellement, est encore assez important pour que certains y voient un moyen de régler dans son intégralité la dette de l'Angleterre vis à vis des Etats-Unis.

La guerre a profondément modifié la situation financière de l'Angleterre. Les éléments actifs de la balance des comptes ont été réduits de toutes parts, tandis que le déficit du commerce extérieur s'alourdissait dans des proportions toujours grandissantes. Le tableau suivant indique, d'année en année, la progression de l'excédent des importations, en millions de livres, et sans tenir compte du mouvement des métaux précieux :

Août-Décembre 1914	102,5
Janvier-Décembre 1915	371,8
1916	346,5
1917	374,6
1918	545,4
1919	672,8
1920	382,9

soit, au total, depuis août 1914, 2.769,2, dont 1.741 millions pour la période qui va du 1er août 1914 au 31 décembre 1918.

En compensation de ce déficit, que recevait l'Angleterre du chef de ces exportations « invisibles » ? Bien qu'il soit tout à fait impossible de fournir à cet égard des chiffres précis, on peut cependant indiquer que les bénéfices réalisés par la marine marchande pendant la

guerre ont été très inférieurs à ceux de la période précédente. Dès le début des hostilités, dix millions de tonneaux ont été réquisitionnés par le gouvernement britannique ; 3.454.928 tonneaux ont été coulés pendant la campagne sous-marine. Il est vrai que le taux des frets a subi une marche ascendante, représentant à la fois l'augmentation du coût d'exploitation et l'accroissement du risque. Mais, si les compagnies de navigation anglaises ont réalisé de gros bénéfices, elles ont cependant perçu à l'étranger une masse de fret moindre que celle qu'elles recevaient avant la guerre. Il faut remarquer aussi que, si les différents alliés étaient débités de frets dus pour des transports maritimes effectués par la flotte anglaise, le règlement de cette dette n'avait pas lieu sur le champ. Le gouvernement anglais, le plus souvent, payait l'armateur en livres sterling, pour le compte du pays bénéficiaire du service : les profits de la compagnie de navigation n'étaient pas modifiés par cette opération, mais le montant des exportations invisibles en était diminué d'autant. Enfin, les bénéfices réalisés par l'Angleterre pour les services rendus par ses banques et ses compagnies d'assurances, ont été fortement atteints par la guerre. Si le mécanisme des règlements internationaux, un moment interrompu, s'est ensuite rétabli dans la mesure du possible, les perturbations apportées par le gigantesque conflit dans les relations de pays à pays se sont inévitablement traduites par une perte pour le marché de Londres. Cette perte s'est accentuée encore du jour où le dollar a commencé à faire concurrence à la livre : il n'est pas douteux que, pendant la plus grande partie de la guerre, c'est New-York qui a satisfait aux besoins du marché sud-américain.

Sous l'influence de ces diverses causes, la balance des

comptes de l'Angleterre, de créditrice qu'elle était avant la guerre, n'a pas tardé à devenir débitrice. Au 31 décembre 1915, à une époque où la livre sterling n'était pas encore sérieusement atteinte, cette monnaie perdant moins de 5 % sur la place de New-York, le déficit du commerce extérieur de l'Angleterre s'élevait à 372 millions de livres au lieu de 144 millions en 1913. Si l'on rapproche de ces chiffres celui du solde créditeur annuel de la balance des comptes d'avant-guerre, soit 200 millions de livres, et si l'on tient compte de la baisse du produit des exportations invisibles, on voit dans quelle mesure le bilan annuel de la Grande-Bretagne a été grevé par la guerre. Cet endettement s'est produit d'autant plus vite que, par l'effet de la guerre, les déficits des balances commerciales des belligérants n'ont pu être réglés selon la manière simple à laquelle on pouvait recourir auparavant. La politique s'est introduite dans les relations commerciales et en a momentanément modifié le caractère. Les sommes dues par l'Angleterre aux neutres, et notamment aux Etats-Unis, devenus les créanciers du monde, devaient être payées soit immédiatement, soit dans des délais très courts. Au contraire, les sommes dues par la France, l'Italie ou la Russie à l'Angleterre, n'étaient pas, ne pouvaient pas être payées intégralement. Il fallait, ici, que la solidarité financière se manifestât par des ouvertures de crédit. Ainsi, en considérant les échanges commerciaux de l'Angleterre avec chaque pays étranger pris isolément, on voit que, d'une manière générale, la balance est favorable pour l'Angleterre lorsqu'il s'agit de pays qui se trouvent dans l'impossibilité de régler leurs achats à l'étranger et auxquels il faut accorder des crédits ; tandis que la balance est défavorable lorsqu'il s'agit de pays

qui exigent le paiement immédiat ou à court terme de leurs exportations. L'Angleterre se trouvait donc dans l'impossibilité de se servir de ses soldes créditeurs comme d'un moyen de change sur les pays avec lesquels la balance était déficitaire, et c'est pourquoi elle a été obligée, pendant la guerre et même depuis, de continuer ses placements au dehors, dans les pays alliés et dans les Dominions.

L'existence et l'accroissement continu de cette dette de l'Angleterre vis-à-vis des Etats-Unis et des autres neutres explique en grande partie les mouvements d'or qui se sont produits pendant la guerre. L'or anglais, de même que l'or français, a joué tout d'abord le rôle d'instrument de compensation pur et simple, puis d'instrument de crédit. Cet or exporté a servi de gage, au moyen de mécanismes divers, à tous les achats de l'Entente. Il a permis de faire les achats, il a permis de soutenir les changes alliés, et notamment le change de la livre sterling pendant toute la période où les dettes françaises au-delà de l'Atlantique se sont réglées par l'intermédiaire de cette monnaie. Les multiples utilités de l'or ne sont jamais plus clairement apparues que pendant ces années de déséquilibre économique et financier, au cours desquelles la richesse acquise, les réserves constituées des Alliés, ont été l'un des facteurs déterminants de la victoire. Il reste à examiner les mécanismes qui ont mis en jeu toute la puissance de crédit de cette masse d'or.

Section II. — Les Mécanismes.

La dette contractée annuellement par les Alliés européens vis-à-vis des Etats-Unis et des neutres n'a pu être éteinte sans de grands efforts. Les modes de règlements les plus divers ont été mis en jeu : pour certaines dettes, comme l'intérêt des emprunts contractés outre-Atlantique, le créancier a accepté que le remboursement fut ajourné jusqu'à une date indéterminée. Certaines autres créances ont pu être éteintes grâce au produit d'emprunts consentis sous la seule garantie de la signature du débiteur. Mais, lorsqu'on n'a pu recourir ni à l'un ni à l'autre de ces moyens, il a bien fallu en revenir au procédé classique de compensation des dettes internationales : l'exportation de l'or.

On a vu, au cours des pages qui précèdent, que le premier semestre de 1915 a marqué, pour la France, un renversement de la situation créditrice dont elle avait joui jusqu'alors. L'Angleterre a résisté plus longtemps, mais l'année 1915 n'était pas achevée que la livre sterling suivait le franc et se cotait au-dessous du pair sur les principales places neutres. Bien plus, les règlements entre Alliés, dès cette époque, commençaient à se faire avec une certaine difficulté. La France, privée de sa région du Nord et d'une partie de sa région de l'Est, c'est-à-dire de ses principaux centres miniers et manufacturiers, privée d'autre part de sa main-d'œuvre ouvrière par la mobilisation générale, devenait chaque jour plus largement tributaire de l'Angleterre pour ses fournitures de charbon, de matériel et de munitions. Dans le 1er trimestre de 1914,

le commerce de la France avec la Grande-Bretagne avait laissé un solde créditeur de 50 millions ; pour le premier trimestre de 1915, au contraire, ce solde était débiteur de 350 millions, et, pour l'année entière, le déficit allait atteindre environ 2 milliards.

Dans les accords intervenus entre les Alliés au début de la guerre, les questions de coopération financière n'avaient pas été examinées. Aucun plan concerté n'avait réglé les conditions d'un concours réciproque.

Elles ne pouvaient être que difficilement abordées. L'Angleterre était bien résolue à faire tous les sacrifices pour maintenir le marché libre de l'or, sinon à l'intérieur, tout au moins dans les transactions internationales. Elle espérait que les Alliés lui apporteraient le contenu de leurs encaisses pour établir une masse commune assurant les règlements d'achats faits pour le compte de tous. Les réseves d'or, en 1915, étaient de 192 millions de livres sterling en France ; de 153 millions, en Russie ; de 45 millions en Italie.

La bonne voie, disaient les Anglais, consiste à réunir en un seul réservoir l'or détenu par les Alliés et à le rendre utilisable de manière à permettre à Londres de réaliser la lourde tâche qui lui incombe pour payer à l'étranger les achats de guerre des Alliés et pour maintenir en même temps la valeur au change de la livre.

Les Alliés, il est vrai, faisaient valoir que des crédits accordés après remise d'or, s'ils amélioraient momentanément le change, par la suite assuraient une hausse de leurs devises, alors qu'elles devaient payer à l'accepteur du fret et du charbon anglais.

En France, deux opinions différentes se manifestèrent. Les uns voulaient que l'on envoyât de l'or sur toutes les places où la dépréciation du franc se manifestait. C'est

là, disaient-ils, le seul emploi d'une encaisse d'or, et la réalisation même du but en vue duquel elle a été constituée. D'autres, plus prudents, — et plus sages — demandaient que les exportations fussent strictement limitées aux points sur lesquels la monnaie nationale montrait la moindre résistance. Ils insistaient sur la nécessité de conserver une forte encaisse métallique, afin de ménager la confiance des porteurs de billets de banque, à un moment où la circulation fiduciaire était appelée à jouer un rôle considérable dans la trésorerie de la défense nationale. D'ailleurs, l'exemple des Etats-Unis au début de la guerre était instructif : les envois d'or, à eux seuls, eussent été impuissants à rétablir l'équilibre de la balance des paiements, si la situation des comptes ne s'était renversée au bout de quelques semaines.

Rien n'assurait, d'autre part, que les choses se passeraient comme en temps normal, et que la France, ayant envoyé de l'or dans certains pays, y trouverait aussitôt de larges crédits. En temps de guerre, des préoccupations de neutralité, des sympathies plus ou moins avouées pour d'autres belligérants, risquaient fort de paralyser ce mécanisme.

Enfin, la vente de l'or sur les places en hausse était une mesure extrêmement grave, puisqu'elle avait pour conséquence de priver définitivement la Banque de France d'une partie de sa réserve en métal jaune. L'état dans lequel quelques mois de guerre avaient mis notre balance des comptes devait bien faire supposer qu'une guerre longue, comme on pouvait, en 1915, la prévoir, entraînerait des déficits du commerce extérieur hors de toute proportion avec les moyens de règlement habituels.

Ceux qui tenaient compte de tous ces arguments estimaient qu'il fallait concentrer les efforts sur un ou deux

points déterminés, là où la perte de change risquait d'atteindre les proportions les plus graves. C'est leur opinion qui l'emporta.

Dans le courant de mars et d'avril 1915, plus de 150 millions d'or étaient sortis des caisses de la Banque de France. Entre le 8 et le 29 avril 1915, l'encaisse de la Banque, qui, jusque là, avait crû régulièrement, passait de 4.253.400.000 francs à 4.169.000.000, soit une diminution de 84.400.000 francs, correspondant à des envois équivalents à l'étranger et principalement à l'Angleterre. Or, malgré ces lourds sacrifices, et les envois faits régulièrement à la Banque d'Angleterre, le change sur Londres continua à se tendre de plus en plus : le 30 avril 1915, il était à 25,51. Il devenait dès lors certain que, nos achats à l'étranger croissant sans cesse, et devant croître encore dans une mesure impossible à prévoir, mais qui dépasserait certainement de beaucoup toutes les expériences antérieures, il fallait se préoccuper en toute hâte de rechercher des moyens nouveaux, propres à atténuer autant que possible une crise aussi préjudiciable à la défense nationale.

Une entente financière avec l'Angleterre apparut bientôt comme le seul moyen de consolider notre position. La question aurait pu se poser de savoir si le gros effort de stabilisation du change ne devait pas se porter de préférence sur la place de New-York, à cause de l'énormité des paiements que la France devait faire aux Etats-Unis. Dès avril 1915, nos paiements mensuels aux Etats-Unis, rien que pour le compte des ministères de la guerre et de l'armement, s'élevaient à 186 millions, au lieu de 17 millions en août 1914. Nos paiements en Angleterre à la même date étant de 61 millions, il fallait, rien que pour les dépenses de ces deux services, envoyer aux deux grands

pays anglo-saxons 247 millions, alors que, dans le même mois, le total des paiements à l'étranger pour le compte des ministères de la guerre et de l'armement était de 277 millions. Or, le marché de New-York était dans une toute autre situation vis-à-vis de la place de Londres que vis-à-vis de la place de Paris. En juin 1914, le change sur New-York oscillait à Paris entre 513 et 516, le pair étant de 518,25. On estime qu'à cette époque, les Etats-Unis devaient à la France 1 milliard de dollars, soit un peu plus de 5 milliards de francs. Ils devaient à Londres au même moment une somme beaucoup plus considérable, évaluée à 4 milliards de dollars, environ 20 milliards de francs. De plus, pour l'année fiscale 1914, finissant au 30 juin, les Etats-Unis devaient à l'Europe, en plus et en dehors des marchandises exportées, 55 millions de dollars. Les Etats-Unis, peuple en plein développement économique, empruntaient les capitaux dont ils avaient besoin à l'Angleterre, en raison des liens étroits d'affinité qui les unissaient à leur ancienne métropole, et des grandes facilités de règlements qu'ils y trouvaient : le mouvement commercial entre l'Angleterre et les Etats-Unis était très actif, ceux-ci achetant à celle-là de grandes quantités de laine, de caoutchouc et de thé. Le commerce des Etats-Unis avec l'Angleterre, au cours de l'année fiscale 1913-1914, était égal à 2.971.359.315 francs, tandis qu'avec la France il n'était que de 800 millions de francs.

La France avait donc tout avantage, au lieu de chercher à soutenir directement son change sur New-York par tous les moyens en son pouvoir, à se tourner délibérément vers la Grande-Bretagne, aider celle-ci à soutenir son change sur l'Amérique, et effectuer les règlements français à New-York en passant par Londres, ce qui revenait, au lieu de convertir les francs en dollars, à convertir

les francs en livres sterlings et celles-ci en dollars. Ce fut cette dernière politique qui fut choisie, et avec raison : en effet. la dépréciation du franc par rapport au dollar s'expliquait par la quantité de nos achats en Amérique, achats non susceptibles de réductions notables, et d'autre part, nous ne disposions pas, sur notre place, d'éléments sérieux de compensation pour nos dettes d'outre-Atlantique. Nos exportations vers l'Amérique étaient insignifiantes au regard de nos importations, puisque, pour les 10 premiers mois de 1915, elles s'élevaient à 59.195.000 dollars, tandis que nos importations dans le même laps de temps étaient de 402.625.000 dollars. Les riches Américains ne venaient plus en France, et surtout le portefeuille français ne contenait qu'un chiffre peu élevé de valeurs américaines. L'amélioration et la stabilisation directe du change français à New-York se présentaient donc comme une œuvre extrêmement difficile exigeant des sacrifices énormes et pour un succès incertain.

Au contraire, la place de Londres, comme en témoignait la lenteur et la modération de la perte de la livre par rapport au dollar, était dans une situation différente. Fin juillet 1914, les créances de l'Angleterre sur New-York étaient, on l'a vu, quatre fois plus importantes que les nôtres, et, de plus, grâce à sa double situation de premier marché libre de l'or et de lieu de compensation des dettes internationales, la Grande-Bretagne possédait sur New-York des facilités de règlement auxquelles les nôtres n'étaient pas comparables. En outre, l'Angleterre qui n'avait pas eu à soutenir le premier choc de la guerre, par suite de la non-mobilisation immédiate de sa population mâle, et qui était mieux organisée que nous au point de vue commercial, parvint à maintenir son commerce extérieur presque intégralement pendant les deux premières

années des hostilités, de sorte que, malgré le conflit dans lequel elle jouait son rôle, des moyens de règlement sur tous les pays neutres pouvaient être trouvés en abondance sur la place de Londres. Les rentrées périodiques qu'assurait à l'Angleterre son portefeuille étranger concouraient encore à maintenir le Royaume-Uni dans cette situation favorisée qui se manifestait par le maintien presque intégral de la puissance de la livre sterling dans les règlements internationaux. Le marché anglais s'efforçait aussi, par la hausse du taux de l'escompte d'attirer la plus grande quantité possible de capitaux et surtout les capitaux américains. On arrivait ainsi, par l'appât de l'intérêt à créer à Londres des réserves de dollars qui évitaient des perturbations de changes. Ainsi, la place de Londres pouvait mettre à notre disposition une organisation de compensation ancienne et fortement outillée, et un approvisionnement de moyens de paiement sur l'étranger beaucoup plus important que celui qu'aurait pu nous offrir, à la même époque, la place de New-York. Bien que la devise en dollars commençât déjà à gagner du terrain, à mesure que la situation créditrice des Etats-Unis s'affirmait, il a fallu longtemps pour qu'elle en vienne à inspirer dans les milieux du commerce international la même confiance que la traite en livres. En 1917, lorsque les Etats-Unis entrèrent à leur tour dans le conflit, le dollar subit un choc sérieux et la considération dont il commençait à jouir sur les places neutres reçut de ce chef une rude atteinte. La circulaire des Banques Suisses témoigne, à cette époque, du mécontentement avec lequel les neutres enregistrèrent cette preuve du manque de stabilité de la nouvelle monnaie standard.

Dans la situation où se trouvait l'Angleterre, en lui envoyant de l'or nous élargissions à notre profit sa capa-

cité monétaire et les bases de son crédit, nous coopérions au maintien du cours de la livre, à laquelle les circonstances liaient dans une certaine mesure la valeur internationale du franc. L'amélioration de la livre sterling devait forcément amener à Paris l'amélioration de toutes les autres monnaies. Le gouvernement français et le gouvernement britannique ne tardèrent pas à se mettre d'accord sur un programme de collaboration féconde.

La conférence de Paris, tenue le 7 février 1915, entre les Ministres des Finances de France, d'Angleterre et de Russie, posa le principe suivant : « Les Alliés sont d'accord pour déclarer que les trois puissances sont résolues à unir leurs ressources financières de même que leurs ressources militaires ». L'accord franco-anglais du 30 avril 1915 fut la première manifestation tangible de cette nouvelle politique. Il inaugure ainsi le recours à l'ouverture de crédit, instrument financier extrêmement souple, dont la valeur n'est pas subordonnée aux facultés d'absorption de tel ou tel marché, et dont on règle l'importance et les modalités sur les nécessités et les ressources d'une période fixée à l'avance. Par l'accord du 30 avril, le gouvernement britannique ouvrait au gouvernement français un crédit de 1.500 millions de francs, et le gouvernement français s'engageait en retour à envoyer à Londres, par le moyen de la Banque de France, 500 millions d'or. Cette convention, comme le disait M. Ribot à la tribune de la Chambre, le 7 mai 1915, était parfaitement équitable : l'Angleterre ouvrait des crédits à la France afin de permettre à celle-ci de régler par son intermédiaire ses dettes non seulement envers la Grande-Bretagne, mais aussi envers le Canada et surtout les Etats-Unis. En échange, la Banque de France envoyait de l'or en Angleterre, afin que celle-ci, par ses exportations de

métal jaune pût enrayer la baisse de son change sur l'Amérique, résultat inévitable de l'opération. D'ailleurs, les envois d'or de la Banque de France devaient être échelonnés et non pas effectués en grande masse. Il y avait eu, sur ce point encore, deux théories en présence : certains soutenaient qu'il fallait, d'un seul coup, inonder d'or le marché américain. Les Alliés, disait-on, ne seraient pas sensiblement appauvris par un envoi global de deux ou trois milliards d'or, qui remettrait d'un seul coup nos changes en équilibre, tandis que des envois fractionnés n'auraient que des effets temporaires et limités. L'argument eut été juste, s'il s'était agi d'une fluctuation des changes due à une crise passagère de quelques mois. Mais la cause de rupture d'équilibre devant agir toujours dans le même sens, et pendant des années, il eût été bien imprudent de recourir à ce procédé ; le résultat eût été un violent soubresaut des cours des changes, qui aurait ensuite repris son mouvement de hausse graduelle ; or, les mouvements fréquents de hausse et de baisse dans le cours des changes, en poussant à la spéculation, aux envois brusques et aux brusques retraits de capitaux, sont plus néfastes qu'une dépréciation constante. Il était donc plus sage d'effectuer aux Etats-Unis des envois d'or limités, une « inondation progressive » du marché, qui, graduée selon les besoins, permettrait d'enrayer les hausses subites dues à l'abondance des règlements, et ferait naître dans ce pays une situation monétaire propre à faciliter singulièrement l'émission des emprunts indispensables. Il était nécessaire de ménager l'encaisse d'or de la Banque de France, réserve précieuse, constituée avec peine, dont une mobilisation imprudente eût risqué d'ébranler le crédit de notre établissement d'émission. Quant au mécanisme de l'opération, il était très simple :

le gouvernement britannique s'engageait à prendre pour 1.500 millions de francs de Bons du Trésor français, renouvelables dans les trois ou six mois, portant intérêt à un taux égal à celui que payait le gouvernement britannique pour ses propres bons du Trésor, et définitivement remboursables un an après la conclusion de la paix. Cet accord marque l'inauguration de la politique d'ouvertures de crédit, dont les Alliés ont fait, depuis, un usage de plus en plus important, et qui a permis de trouver des moyens de règlement dans les disponibilités de trésorerie des Etats consentant ces ouvertures de crédit, jusqu'à un total fixé par l'accord des gouvernements. On doit remarquer que l'initiative du gouvernement suscita une politique parallèle, mais de caractère privé, pour le règlement des dettes commerciales.

Les commerçants français qui, à cette époque, n'avaient nullement l'habitude de recourir à l'ouverture de crédit, accoutumés qu'ils étaient à trouver à Paris, dans de bonnes conditions, tout le change nécessaire à la couverture de leurs achats au dehors, éprouvaient de grandes difficultés à régler les importations que l'état économique du pays rendait de plus en plus nécessaires. Ils se heurtaient en outre à l'interdiction légale — levée seulement le 11 février 1916 — de réaliser à Londres les titres négociables au Stock-Exchange qu'ils pouvaient avoir en leur possession. Le marché de New-York semblait également fermé aux importateurs français, du moins en ce qui concerne les ouvertures de crédit, seul moyen de règlement qu'ils pussent envisager afin de s'affranchir de la perte du franc vis-à-vis du dollar. En effet, le marché américain, habitué à emprunter à l'Europe, se trouvait désorienté par son brusque changement de position, et par la réorganisation sur de nouvelles bases de son système bancaire. Avant

cette réorganisation, les banques américaines ne participaient pas au commerce international, leurs opérations ne sortant pas du territoire de l'Union. La réforme, décidée par la loi du 29 décembre 1913, et réalisée plus tôt qu'on ne l'aurait désiré, sous la pression des événements européens, avait été accomplie le 16 novembre 1914. Les nouvelles banques de Réserve Fédérale possèdent dans leurs attributions le droit de réescompter des effets représentant des prêts dont le montant est destiné à des usages commerciaux. Les « member banka » ont l'autorisation d'accepter des tirages provenant de l'importation et de l'exportation des marchandises. Il était précisé que l'acceptation devait être tirée par une maison directement en relations avec l'importateur ou l'exportateur des marchandises, et qu'elle devait porter au recto la preuve suffisante de ce que sa cause résidait bien dans une vente réelle, ou dans un envoi impliquant l'importation ou l'exportation de marchandises. De plus, les engagements des banques vis-à-vis d'un même emprunteur sont limités à 10 % de leur capital et de leur réserve s'il s'agit d'un engagement sur simple signature et sans garanties, et à 25 % dans le cas où des garanties sont déposées. La loi exige en outre que pour les garanties constituées en titres la marge réservée soit au moins de 15 % de leur valeur au cours.

Cet organisme tout neuf manquait de souplesse : les banques américaines, ignorant tout de la pratique des acceptations dont Londres avait eu jusque là le quasi monopole, éprouvaient quelque difficulté à s'adapter à leur nouvelle situation ; les banques et les commerçants français, habitués à s'adresser à Londres — et dans de faibles proportions — n'avaient pas encore pris l'habitude de regarder de l'autre côté de l'Océan, sauf de très

rares exceptions. Aussi, le marché français restait-il inerte, malgré les bonnes dispositions américaines et le taux d'intérêt extrêmement bas du papier commercial aux Etats-Unis, résultat voulu des exportations d'or pratiquées par les Alliés. En juillet 1915, la maison Rothschild (de Paris) noua les premières relations en obtenant d'un groupe de banques américaines, à la tête duquel se trouvaient la maison J.-P. Morgan, la National City Bank, la First National Bank, la Guaranty Trust et la National Bank of Commerce, un crédit important consenti pour un an à 5 % contre dépôt d'obligations de chemins de fer Pensylvania et Chicago-Milwaukee rachetées par le Trésor français ; au bout d'une année les titres des chemins de fer furent rachetés par les compagnies qui émirent en échange des obligations en dollars.

Afin de faciliter cet accord, la Banque de France s'engagea à mettre éventuellement à la disposition de l'Etat les moyens de change nécessaires pour assurer à l'échéance la couverture des crédits. En août 1915, la Banque de France prit l'initiative de former un groupe financier français, au premier rang duquel figuraient le Crédit Lyonnais et le Comptoir d'Escompte, et se mit en relations, au moyen d'un délégué spécialement envoyé par elle, avec la maison Brown Brothers, représentant dix-neuf des principales banques et trust-companies de New-York. C'était, comme le fit remarquer M. Pallain dans son compte-rendu à l'Assemblée générale de 1916, « la première application positive aux opérations internationales d'escompte et d'acceptation de la loi sur la Réserve fédérale. » Par ce moyen, la Banque obtenait un crédit de 20 millions de dollars, réalisé par des tirages d'acceptations à 90 jours de vue, renouvelables, et s'engageait à assurer la couverture en or à l'échéance si les autres

moyens de change faisaient défaut. Cette opération était possible grâce aux dispositions de la loi sur les Banques de Réserve fédérale, autorisant ces établissements à escompter des acceptations pourvu qu'elles fussent créées à l'occasion de ventes de marchandises. Cette heureuse initiative fut suivie, et d'autres banques parisiennes obtinrent à New-York des crédits en dollars, au moyen d'opérations conclues sur des bases similaires.

On remarquera que, dans tous ces accords, la garantie du paiement en or, à défaut de moyens de change appropriés figure toujours. Même lorsque le métal précieux ne se déplace pas, même lorsqu'il reste immobile et, en apparence, inactif, au fond de la caisse des instituts d'émission, son influence se fait sentir, sa seule présence agit, et, même à distance gouverne la vie économique des nations. C'est ce que certains théoriciens semblent oublier aujourd'hui, malgré l'évidence des faits.

Vers le milieu du mois d'avril 1916, la livre sterling étant cotée 28,93 à Paris, un accord intervint entre la Banque de France et la Banque d'Angleterre, sous les auspices des Ministres des Finances des deux pays. Par cet accord, la Banque de France donnait une fois de plus son concours au Trésor pour lui permettre de faire face à ses paiements à l'étranger : de larges crédits étaient mis à la disposition de la France à Londres, et leur utilisation n'était plus limitée aux paiements que nous avions à faire dans le Royaume-Uni. Ces crédits nous permettaient d'acquérir sur le marché de Londres les remises que nous ne pouvions pas trouver sur notre place pour régler nos nos engagments vis-à-vis de l'Amérique ou d'autres pays. En contre-partie de ces facilités, la Banque de France devait faire des livraisons d'or à la Banque d'Angleterre, ce qui était parfaitement juste, puisque les

Anglais, pour obtenir du change sur d'autres pays devaient y envoyer de l'or.

Mais la Banque de France, soucieuse de ménager son encaisse d'or en prévision d'une prolongation indéterminée de la guerre, et aussi en prévision du moment où la paix, le développement du commerce extérieur et la suppression du cours forcé exigeraient la mise en jeu de tous ses moyens d'action, changea le mécanisme de ses livraisons d'or. Jusque là, elle avait fait totalement abandon à l'Angleterre de l'or qu'elle lui avait envoyé en exécution de l'accord du 30 avril 1915. A partir d'avril 1916, la Banque ne vendit plus, mais prêta son or à la Banque d'Angleterre, à charge pour celle-ci de le lui rendre après la conclusion de la paix. C'est le 2 juin 1916 que, pour la première fois, le bilan hebdomadaire de la Banque de France fit une distinction, au poste « encaisse d'or », entre l'or en France et l'or à l'étranger, celui-ci figurait dans ce bilan pour 69 millions, contre 4.745.244.913 francs en caisse. Au 31 décembre 1916, l'or à l'étranger représentait 1.593 millions.

Un nouvel accord, signé à Calais, le 24 août 1916, par M. Briand, Président du Conseil, M. Ribot, Ministre des Finances, M. Pallain, gouverneur de la Banque de France, M. Mackema, Chancelier de l'Echiquier, et Lord Cunliffe, Gouverneur de la Banque d'Angleterre, vint resserrer encore l'entente financière franco-anglaise, et mettre en œuvre à nouveau la puissance de crédit de l'or. Par cet arrangement, la Banque de France s'engageait à prêter de l'or à la Trésorerie britannique ou à la Banque d'Angleterre ; en échange de cet or, le Trésor français obtenait des crédits en Grande-Bretagne et s'engageait à mettre à la disposition de la Banque de France des sommes destinées à faire face aux besoins du marché des chan-

ges. Ces sorties d'or devaient être effectuées sur l'ordre et pour le compte du gouvernement français.

L'accord de Calais a été ultérieurement critiqué. Certains prétendent que l'Angleterre était en août 1916 tellement affaiblie au point de vue monétaire que le gouvernement français aurait pu obtenir des ouvertures de crédits sans aucune remise d'or. Nous ne saurions partager cette opinion. Le gouvernement anglais considéra toujours que le maintien de la parité de la Livre et de l'or était une question vitale. Un refus de concours efficace à la défense de la monnaie anglaise aurait eu les plus graves conséquences pour nos relations interalliés.

En dehors de ces opérations officielles, des conventions privées intervenaient. Certaines d'entre elles reposaient elles aussi, en dernière analyse, sur des exportations d'or français. On doit citer, à cet égard, l'ouverture de crédit du 25 novembre 1916, pour le compte de certaines compagnies de chemins de fer français ayant à régler des achats de matériel aux Etats-Unis. Le mécanisme était le suivant : la compagnie achetait des bons du Trésor français qu'elle déposait à la Banque de France jusqu'à concurrence du montant de l'achat, au bénéfice de la National Bank of Commerce. Puis elle tirait des acceptations à 90 jours, à vue, sur la National Bank of Commerce. La Banque escomptait ces traites sur le marché, et, avec l'argent obtenu, payait les achats. Il pouvait y avoir jusqu'à cinq renouvellements, ce qui reportait le règlement définitif à 18 mois. Passé ce délai, les compagnies de chemins de fer devaient vendre les Bons déposés à Paris à la Banque de France, et, avec les fonds obtenus, devaient effectuer les paiements nécessaires aux Etats-Unis, si les taux de change étaient favorables, sinon, les

compagnies devaient se mettre en mesure d'exporter de l'or avec le concours de la Banque de France.

Toutes ces opérations expliquent, dans une large mesure les mouvements des métaux précieux pendant la même période. Du 1^{cr} août 1914 au 31 mars 1917, les Etats-Unis ont reçu environ 1.400 millions de dollars d'or ; sur ce chiffre 1.300 millions de dollars ont été fournis par les Alliés, et la part de la France dans ces envois dépasse 550 millions de dollars, soit 43 %. En effet la Banque de France avait livré à l'Angleterre, dans le même laps de temps, 2.840 millions de francs, dont 35 millions de livres sterling d'or vendu et 77 millions de livres d'or prêté. Plus de 150 millions de francs d'or étaient sortis avant la convention franco-anglaise d'avril 1915, et figurent presque en totalité dans les statistiques d'entrée de la douane américaine. En 1918, le gouverneur de la Banque de France déclarait : « En 1915 et 1916, notre coopération indirecte au soutien des changes alliés sur le marché américain, a entraîné l'exportation d'environ 2 milliards 1/2 de notre encaisse (2.568 millions) ». Evidemment, une telle politique n'eût pas été réalisable si les rentrées d'or dues au patriotisme du public français n'étaient venues combler à mesure les vides qui se produisaient dans les réserves de la Banque.

La « campagne de l'or » inaugurée en juillet 1915 sous les auspices du gouvernement a permis, grâce aux apports volontaires des particuliers, de porter l'encaisse d'or de 3.391.549.695 francs le I^{er} juillet 1915, à 5.015.287.291 francs le 30 décembre de la même année, alors que, le 24 juillet 1914, elle n'était que de 4.104.390.951 francs.

Le mois d'avril 1917 marque le début d'une période nouvelle, non seulement en ce qui concerne les événements de la guerre, mais aussi en ce qui concerne la poli-

tique financière des grands pays en lutte, et la politique de l'or. Les Américains s'étant rangés aux côtés de l'Entente perdaient leur qualité de neutres et devenaient nos alliés. Dès lors, il n'y avait plus de raison pour que les règlements que la France devait effectuer en Amérique fussent faits par l'intermédiaire de la Place de Londres. La France allait pouvoir obtenir des crédits directs à New-York, les Etats-Unis acceptant le principe de la solidarité financière de même que celui de la solidarité des armes. Les accords financiers franco-anglais, conclus à un moment où il était difficile de couvrir les dettes contractées par l'Entente de l'autre côté de l'Atlantique, ne répondaient plus à la situation respective des trois alliés, et il n'eût pas été sage, de la part de la France, de continuer à gager ses crédits en Grande-Bretagne, pour les achats effectués dans ce pays, par des envois d'or à la Banque d'Angleterre. La révision qui s'imposait fut l'objet de l'accord franco-anglais du 29 mai 1917, complété le 30 juin de la même année. Les grandes lignes de cet accord, grâce auquel les sorties d'or français ont pu être sinon enrayées, au moins considérablement ralenties, sont les suivantes : les rapports financiers de la France et de l'Angleterre étaient entièrement modifiés ; le gouvernement français s'engageait à faire face désormais au moyen de ses propres ressources américaines à toutes ses dépenses en dollars dans l'Amérique du nord. Le gouvernement anglais ouvrait au gouvernement français des crédits en sterling jusqu'à concurrence de 32 millions de livres, destinés à couvrir le paiement des achats de ce dernier dans le Royaume-Uni, pendant les mois de juillet, d'août 1917, le gouvernement britannique s'engageait à accorder un supplément de crédits si les besoins français dépassaient la somme prévue. A son tour le gouvernement français ou-

vrait au gouvernement britannique des crédits suffisants pour couvrir toutes les dépenses effectuées par le Paymaster General pour l'armée britannique en France, et l'équivalent en livres sterling de ces avances devait entrer en compensation avec les crédits sterling ouverts à Londres au gouvernement français, le taux de change étant le taux moyen du mois à la Banque d'Angleterre. Toutes les dépenses engagées par la Trésorerie britannique au Canada et aux Etats-Unis, au nom du gouvernement français, devaient être remboursées par celui-ci, en dollars, au compte de la Trésorerie britannique à New-York, à partir du I^er^ juin 1917. Pour cela, on devait procéder chaque mois à l'évaluation du montant des paiements pour compte français dans l'Amérique du Nord effectués, dans Londres, au moyen de l'achat de dollars à Londres, ou par l'intermédiaire du sterling-office de l'Amérique du Nord. Le gouvernement français s'engageait à rembourser au gouvernement britannique une somme équivalente en dollars, à condition qu'on mît à sa disposition à Londres un solde créditeur en livres sterling des sommes ainsi remboursées, qui serait imputé sur les crédits ouverts par application de l'article 1^er^. La différence entre le total des crédits placés par le gouvernement britannique à la disposition du Ministre français des Finances en vertu de l'article 1^er^ de l'accord, et les renversements prévus par les articles suivants, devait être fournie par l'escompte de bons du Trésor français libellés en sterling, d'une durée de 12 mois, au taux officiel de la Banque d'Angleterre au jour de l'escompte. Ces bons devaient être définitivement remboursés trois années après la conclusion de la paix.

Ainsi, la situation devenait très nette : pour l'avenir, la France n'arbitrait plus ses livres sterling en dollars, et, pour ses paiements en Angleterre, obtenait une ouver-

ture de crédit gagée sur des bons du Trésor, sans aucun envoi de métal jaune. Pour la liquidation des opérations en cours, la France s'engageait à restituer à la Grande-Bretagne les dollars procurés par celle-ci et en échange la Grande-Bretagne créditait la France d'une somme équivalente en livres sterling.

A la suite de cet accord, les envois d'or français et anglais sur le marché américain devinrent extrêmement faibles.

Cependant, si, avant leur entrée dans la lutte, les Etats-Unis étaient le principal créancier des Alliés, ils n'étaient pas le seul. Les comptes de la France et de l'Angleterre sur les autres places neutres étaient aussi, (comme l'indique l'accroissement, pendant la guerre, du stock d'or de ces pays, en déficit considérable. Jusqu'en 1917, c'est l'Angleterre qui, sur ses places, avait négocié les crédits et envoyé de l'or anglais et français. Mais les Etats-Unis apportaient à la cause commune, avec toutes leurs ressources matérielles et morales, la plus énorme réserve d'or du monde. La grande République américaine, à partir du 31 mars 1917, partagea avec l'Angleterre le rôle d'exportateur d'or sur les marchés neutres au profit de l'Entente. Au cours de l'année 1917-1918, elle importa 124 millions de dollars d'or et elle en réexporta 190 millions. Une grande partie de cet or exporté, soit 48 millions, fut envoyé en Espagne afin de combattre la prime de la peseta sur le dollar, causée par les achats considérables effectués en Espagne par la France et l'Angleterre : à partir de mai 1917, en effet, le dollar devient étroitement solidaire de la livre et du franc. Du 23 décembre 1916 au 22 décembre 1917, l'encaisse or de la Banque d'Espagne passa de 1.242 millions de pesetas à 1.984 millions.

Le mécanisme de ces sorties était le suivant : les Etats-

Unis envoyaient de l'or sur les places créditrices de la France et de l'Angleterre ; ces deux derniers pays couvraient New-York par des virements de crédit ou des versements télégraphiques en dollars sur lesquels ils ne perdaient que 9% par franc ou 2 % par livre sterling, tandis que, dans le cas de l'Espagne, par exemple, ils auraient dû supporter, par voie de change direct, une perte de 23 % par franc et de 12 % par livre sterling. Mais les spéculateurs neutres, et surtout, les spéculateurs espagnols, ne tardèrent pas à s'apecevoir de la possibilité qui s'offrait à eux de réaliser de fructueux arbitrages grâce à la situation particulière du dollar par rapport aux autres monnaies alliées. Ils se mirent à acheter des francs et des livres à Madrid, pour les revendre à New-York qui les couvrait en or. L'Espagne devint ainsi fortement créancière des Etats-Unis, malgré une balance commerciale défavorable, et le dollar-papier baissa à Madrid jusqu'à 4,45. Les Banques Espagnoles ne se firent pas scrupule d'exploiter la situation, et l'on put assister à ce spectacle extraordinaire : la Banque d'Espagne achetant l'or américain audessous de sa valeur, et donnant 4,95, 4,90 et même 4,60 pesetas pour un dollar d'or, soit, à ce dernier taux, une perte de 11 %. Malgré ce prix peu élevé, et les frais importants des envois d'or de New-York en Espagne, le bénéfice réalisé, à cause de la différence entre les cours du franc et de la livre à Madrid et aux Etats-Unis, rendait encore l'opération avantageuse. Mais l'importance des sorties du métal jaune qui en fut la conséquence, inquiéta à juste titre le gouvernement de Washington, qui intervint pour obliger les exportateurs d'or à se munir d'une licence spéciale. Une fois ce contrôle établi, l'or américain ne sortit plus que pour les besoins de la cause commune, et pour aller combattre, sur les marchés neutres,

la perte des monnaies de l'Entente. Il a continué ce rôle jusqu'au jour où, la guerre étant terminée, la solidarité des Alliés a fait place à une politique d'individualisme financier dont les résultats ont été désastreux.

CHAPITRE IV.

Les Effets des Déplacements d'Or

Dans un monde économique où l'échange des produits et des services, fondé sur une sorte de division du travail entre les nations, est poussé à un degré élevé, et dans lequel l'équilibre des échanges s'établit au moyen de règlements de compensation, complétés, le cas échéant, par des envois d'or, un conflit tel que celui qui a éclaté en 1914 doit entraîner un bouleversement total. Certains pays voient leurs dettes s'accroître et dépasser de beaucoup leurs facultés d'exportation. Cependant, ils sont obligés de payer, s'ils veulent vivre et continuer la lutte. On assiste alors à ces émigrations massives du métal précieux, dont l'ampleur se mesure par milliards de francs. Mais cette modification subite de la répartition des réserves d'or est grosse de conséquences, et ses effets divers doivent être analysés séparément. Les pays débiteurs, ceux qui envoient leur or sur les places neutres ou alliées créditrices, retirent de cette opération un avantage immédiat : la baisse de leur change, due à des causes comple-

xes, mais dont le déficit de la balance des comptes est un élément dominant, se ralentit et il devient même possible d'arriver à une stabilisation des cours : tel a été le cas pour la France et l'Angleterre. Mais, à d'autres égards, cette politique est, pour eux extrêmement coûteuse. Les banques d'émission, auxquelles appartient la fonction de centraliser l'or, et de lui donner, sous la direction du gouvernement, la destination qu'exigent les circonstances, s'affaiblissent à mesure que leur encaisse décroît. Leur crédit propre devient de plus en plus solidaire du crédit de l'Etat, et peut même arriver à se confondre avec lui, situation qui n'est ni désirable, ni exempte de dangers. Enfin, les prix, ne reposant plus sur ce substratum solide que représente la convertibilité en or du billet de banque, perdent leur stabilité, et s'élèvent d'autant plus que la proportion des réserves à l'émission devient plus faible, ce qui ne va pas sans entraîner les plus graves inconvénients.

Dans les pays destinataires, l'afflux de l'or, contrairement à une opinion répandue, n'engendre pas une prospérité économique sans mélange. Si l'excès est un défaut en tout, cette maxime n'est nulle part aussi vraie qu'en matière monétaire. Sur les changes, l'accroissement dss réserves d'or n'exerce aucune influence, puisqu'il s'agit de pays créditeurs. Sur les banques d'émission ses effets sont complexes. L'augmentation de la réserve consolide leur situation, mais, passé une certaine limite, cet or, au lieu d'être un élément de richesse, devient une charge, *s'il reste inactif dans les caves des banques.* S'il circule librement à l'intérieur du pays, sans chercher à s'employer au dehors, on assiste à des phénomènes d'inflation qui, pour être d'origine opposée à ceux dont souffrent les pays débiteurs, n'en ont pas moins des effets très

nuisibles : c'est la dépréciation de l'or, qui entraîne la hausse des prix et l'accroissement des transactions, jusqu'au jour où les tentatives de restriction provoquent une crise, du chômage, un déséquilibre économique auquel il est difficile et coûteux de porter remède.

Les effets des déplacements d'or vont être examinés, au cours des pages suivantes, en tenant compte des divers points de vue qui viennent d'être indiqués.

Section 1. — Les Effets des Déplacements d'Or sur les Changes.

La politique financière des pays alliés à l'extérieur, pendant la guerre, a été constamment inspirée par le désir de maintenir à un niveau stable la valeur de la livre sterling et du franc. Il est inutile de revenir ici sur les causes qui tendaient sans cesse à provoquer la dépréciation de ces deux monnaies. Le déséquilibre de la balance des comptes, dont l'importance a été indiquée dans un chapitre précédent, et qui croissait d'année en année, devait suffire, à lui seul, et en dehors de toute spéculation, à précipiter la perte de la livre sterling et du franc par rapport au dollar.

Cependant, au cours des quatre années de guerre, on n'a pas assisté à une dépréciation progressive des monnaies alliées. Pendant les premiers mois du conflit, d'août 1914 à février 1915, ces monnaies sont restées soit au pair, soit très près du pair. C'est en mars et en avril 1915 que la valeur du franc a commencé de décliner : la livre a bientôt suivi ce mouvement. La perte s'accentue de mois en

mois, puis un jour, presque subitement, s'arrête : la livre cesse de baisser par rapport au dollar, le franc cesse de baisser par rapport au dollar et à la livre. S'il en a été ainsi, s'il a été possible aux Alliés de régler leurs dettes à l'extérieur sans que la perte subie soit assez lourde pour paralyser leurs achats, c'est grâce à la politique de change adoptée par eux, et qui n'a été rendue possible que par les réserves d'or qu'ils avaient accumulées. A cet égard, la France a joué un rôle considérable, auquel elle était préparée, dès avant la guerre, par la constitution d'une encaisse d'or de plus de 4 milliards de francs : cet or, exporté par elle, d'abord directement sur les places créditrices, puis en Angleterre et réexporté par cette dernière, a été, avec l'or britannique, le plus ferme soutien des changes alliés.

Lorsque la guerre éclata, tous les changes étaient favorables à la France, dont la situation créditrice a été précédemment exposée. Le 24 juillet 1914, la cote des changes à vue indiquait les cours suivants de Paris sur :

Londres (chèque)	25,16 1/2	à 25,19 1/2	25,22 1/4
Espagne	479 1/4	à 483 3/4	500
Hollande	207 1/8	à 207 5/8	208,32
Italie	99 5/16	à 99 9/16	100
New-York	513 1/2	à 516 1/2	518,25
St-Pétersbourg	261	à 263	266,67
Scandinavie	137 3/4	à 138 3/4	139
Suisse	99,15	à 100 1/16	100

Pendant la semaine qui précéda l'ouverture des hostilités, une baisse sensible et précipitée se produisit sur tous les cours — pour des raisons sur lesquelles nous ne reviendrons pas — à tel point que la cote des changes

dut être officiellement supprimée à Paris dès le mercredi 29 juillet. La dernière cote indique le chèque sur Londres à 25,10, le versement Saint-Pétersbourg à 253, le papier à vue sur Rome à 99,12. En réalité, ces cours étaient purement nominaux et les transactions des derniers jours se firent à des cours souvent bien inférieurs. Dans les premières semaines des hostilités, il y eut tout d'abord une complète paralysie des changes sur l'étranger, et non seulement en France mais sur toutes les places : il était impossible aux pays débiteurs de trouver les moyens de réglement sur leurs créanciers qui, à leur tour, faute des recouvrements attendus, devaient laisser leurs propres dettes en souffrance. Selon la comparaison imagée mais très exacte de M. Lloyd George dans son discours du 27 novembre 1914 à la Chambre des Communes, « c'était exactement comme si un obus avait détruit les arches d'un aqueduc et qu'il y ait eu interruption du courant qui existait auparavant ».

Peu à peu, on répara les arches, et lorsque le courant recommença à passer, faiblement encore, chaque pays se retrouva vis-à-vis des autres sensiblement dans la situation qui existait avant la crise. Après les difficultés passagères de règlement qui avaient aggravé les cours des devises sur l'étranger même dans les pays où les changes étaient favorables, les relations tendirent à se renouer, des arrangements spéciaux furent conclus afin de permettre aux pays débiteurs de se libérer : ainsi, les Etats des deux Amériques exportèrent de l'or en Angleterre et spécialement les Etats-Unis créèrent le gold-pool d'Ottawa, qui fonctionna de septembre 1914 à janvier 1915. La France se retrouva donc créditrice sur toutes les places et cette situation se maintient à peu près sans changement jusqu'en avril 1915.

Il faut attendre la fin d'avril pour voir la situation se renverser complètement, et nous devenir de jour en jour plus défavorable. Jusque là tout concourt pour donner à des esprits persuadés de la prompte issue du conflit l'assurance que tout va bien, et que nous ne sommes menacés par aucun danger financier ou économique.

C'est au printemps de 1915 que l'avenir économique commença à s'assombrir par suite de la modification de la balance des comptes internationaux, conséquence bien naturelle de la politique suivie dans les neuf premiers mois de la guerre. Il a été indiqué plus haut que les changes favorables à la France avant la guerre, demeurèrent à peu près au même niveau jusque vers la fin d'avril 1915. Seul le change sur la Hollande, dès octobre 1914, avec des oscillations assez accusées, avait marqué une tendance à s'élever au-dessus du pair. Au mois de février, le change sur l'Espagne commença à osciller à son tour et franchit le pair à plusieurs reprises, mais en retombant toujours au-dessous. Au début de février, le change sur New-York, tout en restant en moyenne à 517 s'élève jusqu'à 526, et, vers le 21 février se fixe à 524 1/2.

A la même époque, le change sur la Hollande est à 209-210, et le change sur l'Espagne, qui oscillait entre 498 et 503, se tient à ce dernier chiffre. Enfin, le change sur Londres, qui nous était favorable depuis le début de novembre 1914, franchit à son tour le pair : de 25,15 en fin février, la livre sterling passe à 25,32 le 7 mars. Le 14 mars elle est à 25,34, le 21 mars à 25,36, le 2 mai elle est à 25,51 et le 6 juin à 26,01.

Cette élévation du cours à Paris de la livre sterling était plus grave et plus inquiétante que la hausse de tous les autres changes, car, par suite de l'organisation du marché de Londres, clearing house du monde, elle indi-

quait le déficit naissant de la balance de nos comptes, et, tout en l'indiquant elle l'aggravait. Elle rendait plus onéreux l'achat de la traite en livres, instrument de paiement universel. La Banque de France essaya bien d'enrayer la crise, dans les premières semaines de la guerre, en intervenant sur le marché comme acheteur, pour favoriser le rétablissement de cours moins onéreux pour les importateurs ; ensuite en s'attachant dès octobre 1914, comme l'indiquait M. Pallain à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque, en 1916, à « rétablir et à étendre ses relations avec ses correspondants à l'étranger, de manière à offrir au commerce international des moyens de recouvrement et de règlement aussi complets que possible ». Lors de la hausse de mars 1915, la Banque voyant que la vente directe à ses guichets ne produisait que des effets trop limités, recourut à la vente sur le marché.

L'élévation graduelle des cours rendant nécessaire des mesures plus radicales, la Banque essaya d'un moyen classique, et réellement efficace lorsqu'il s'agit de dénivellations passagères, l'exportation d'or, ou, pour mieux dire, la vente de l'or sur les places en hausse. La Banque se dessaisissant définitivement de cet or, c'était là une mesure fort grave, qui faisait payer cher l'avantage obtenu : mais ceux qui à cette époque, préconisaient l'exportation pure et simple de l'or, ne prévoyaient que des déficits de balance commerciale s'élevant à 10 ou 15 milliards (1).

On a vu que, du 1er mars au 30 avril 1915, plus de 150 millions d'or sortirent des caisses de la Banque de France, et que, malgré ces sacrifices, le 30 avril, le change sur Lon-

---

(1) Cf. les chroniques de M. Maroni, dans le « *Journal des Débats* », année 1915 et la discussion de ses idées à la Société d'Economie politique.

dres était à 25,51. Cette même date marque une élévation subite des importations de marchandises qui, dès lors, croissent de mois en mois, tandis que les exportations restent stationnaires ou faiblissent : on sait que le déficit total du commerce extérieur, pour 1915, s'élève à 7.098.425.000 francs.

C'est alors que le gouvernement français, comprenant que la guerre ne manquerait pas d'être fort longue, commença à se préoccuper de rechercher les moyens les meilleurs pour effectuer à l'extérieur les achats exigés par la Défense Nationale, sans grever trop rapidement le prix des devises sur l'étranger.

Le gouvernement français et le gouvernement britannique, aidés par les deux grands instituts d'émission de chacun des deux pays, unirent en ce sens leurs efforts, et cette coopération, prolongée jusqu'au moment où l'entrée des Etats-Unis dans le conflit vint changer la face des choses, aboutit à deux résultats qui montrent comment l'or et le crédit, ingénieusement associés, peuvent permettre de régler des soldes déficitaires énormes et persistants : ces deux résultats sont le maintien du gold standard de la livre sterling, et la stabilisation des cours du change entre la France, l'Angleterre et les Etats-Unis.

Le gouvernement français essaya tout d'abord d'améliorer le change en contractant des emprunts à court terme sur les places créditrices de Londres et de New-York. Les opérations furent conclues aux conditions générales adoptées en France pour les bons de la Défense Nationale. Une première émission, faite à Londres, le 15 octobre 1914, et s'élevant à £ : 2 millions, soit au pair 50.440.000 francs, portait sur des bons à l'échéance d'un an, avec intérêt de 5 % payable par anticipation. Une deuxième émission fut faite au mois de janvier 1915 par

les soins de la Banque d'Angleterre à concurrence de 10 millions, soit au capital nominal de 252.200.000 francs. Une opération analogue fut effectuée au début de novembre 1914 par la National City Bank, de New-York. Les bons remis comportaient également une échéance d'un an et un intérêt de 5 % payable par anticipation ; le montant de l'émission était de 10 millions, soit à la parité de 5,18, 51.800.000 francs. Au 30 avril 1915, il y avait en Angletere pour 302.640.000 francs de Bons du Trésor français, et aux Etats-Unis pour 207.275.000 francs, soit un total de 510 millions en chiffres ronds. Dix mois plus tard, le 29 février 1916, le total des Bons du Trésor placés soit aux Etats-Unis, soit en Grande-Bretagne, s'élevait à 1.215 millions de francs.

Cependant, bien que ces emprunts à court terme fussent assez aisément placés et eussent une cote satisfaisante, les bons français émis au taux nominal de 5 % s'escomptant à 4 ½ % au Stock-Exchange en avril 1915, ils offraient de gros inconvénients. Leur masse n'était pas suffisante pour fournir de sérieux éléments de compensation à nos achats à l'étranger, comme le prouvait chaque jour l'aggravation persistante du change, et on comprend aisément que des gouvernements de pays en guerre aient eu quelques scrupules, comme l'expliquait M. Lloyd George à M. Ribot, à la fin d'avril 1915 à laisser leurs nationaux engager à l'étranger des capitaux qui pourraient faire défaut à leur patrie ; ensuite la brièveté des échéances devait ramener bien avant la fin de la guerre, le souci du replacement des titres ; enfin, c'était un moyen de se procurer du change plus onéreux pour le Trésor, puisqu'il achetait ce change au taux de 5,26 %, plus les frais accessoires de commissions et de timbres, égaux pour les premières émissions à 0,80 et 0,75. Le taux d'émission fut

encore plus élevé dans la suite, puisque 2 millions de Bons du Trésor français placés à Londres arrivant à échéance le 5 septembre 1915 furent renouvelés à 5 3/4 % plus la prime résultant du paiement anticipé de l'intérêt.

Cette sorte d'emprunt ne pouvait être qu'une ressource subsidiaire : il fallait recourir à des moyens plus importants, mieux adaptés aux besoins et dont le choix ne pouvait être déterminé que par une entente directe entre les gouvernements intéressés.

L'ouverture de crédit qui n'est pas subordonnée aux facultés d'absorption de tel ou tel marché, et dont on règle l'importance et les modalités sur les nécessités et les ressources d'une période fixée à l'avance était le seul instrument de crédit assez souple et assez perfectionné pour répondre aux exigences d'une guerre de plusieurs années. L'accord franco-anglais du 30 avril 1915, qui a été analysé dans un autre chapitre de cette étude, montre que, dès ce moment, on veut cesser de faire du « provisoire », on veut renoncer à la politique d'expédients, chère à tant de politiciens et même à quelques économistes vivant des deux côtés du détroit. On essaie d'édifier des constructions financières capables de soulager le présent, sans grever trop lourdement un avenir incertain. Il est aussi la première grande manifestation pratique de l'alliance financière proclamée par la conférence de Paris. En exécution de cet accord, la France envoya à Londres, au fur et à mesure de ses besoins de change, 500 millions d'or, qui lui firent ouvrir pour 1.500 millions de crédits.

Le résultat ne se fit pas attendre : dès le commencement d'août 1915, une amélioration notable se produisit, à New-York, dans les changes français et anglais. Cela prouvait que nous étions dans la bonne voie, et qu'il fallait hardiment recourir à une politique d'ouverture de crédit

pour agir sur le change. A partir de septembre 1915, après l'envoi aux Etats-Unis d'une mission franco-anglaise, cette politique se développa, sur la base de tirages d'acceptations garantis par des titres neutres ou des Bons du Trésor français.

Cependant, il parut nécessaire, devant l'importance chaque jour croissante des achats du gouvernement français en Amérique, de recourir aussi à une politique d'emprunts. Le gouvernement américain ne s'y montra pas hostile, craignant de voir le stock d'or des Etats-Unis s'accroître dans des proportions inquiétantes pour l'équilibre financier du pays. La mission franco-anglaise fut chargée de négocier un emprunt qui aurait, par rapport au gouvernement américain, le caractère d'une transaction privée ; cet emprunt fut émis au début d'octobre 1915 par un syndicat de banquiers qui s'entremit pour faire aboutir l'opération. Il eût été peu prudent — quand même le gouvernement américain y aurait consenti, ce qui n'est pas certain — que la France et la Grande-Bretagne procédassent directement à cette émission, les Etats-Unis, jusqu'alors, n'avaient été sollicités pour aucun grand emprunt étranger, et l'éducation à ce point de vue du public capitaliste devait être faite par des hommes connaissant le milieu.

L'emprunt était fait sous forme d'émission de 500 millions de dollars de titres 5 % remboursables après un délai de cinq ans. A échéance, ils pourraient être échangés contre des obligations à plus long terme et portant intérêt à 4 $\frac{1}{2}$ %. Les Bons étaient émis au nom et sous la garantie solidaire des deux nations. L'emprunt était pris ferme par un syndicat constitué par MM. Morgan et C° et par un groupe de banquiers américains comprenant des représentants de tous les centres d'affaires des Etats-Unis.

Les obligations étaient cédées au syndicat de garantie à 96 % et devaient être placées dans le public à 99 % ce qui rendait l'émission fort coûteuse pour les deux grandes nations co-contractantes. Les opérations de souscription du syndicat furent closes le mardi 5 octobre ; c'est seulement le 14 octobre que l'emprunt fut offert au public et jusqu'à concurrence de 200 millions de dollars, le surplus étant conservé par le syndicat comme placement permanent. La tranche offerte au public fut couverte plusieurs fois, les fonds restant en dépôt dans les régions mêmes où ils avaient été recueillis. Le produit de l'emprunt devait être exclusivement affecté aux paiements de la France et de la Grande-Bretagne aux Etats-Unis. C'était la première grande manifestation de l'alliance financière franco-anglaise, s'ajoutant à l'alliance militaire, et le Parlement français sanctionna « la fraternité des armes complétée par l'union des crédits ». Il revint à la France à la suite de cette opération, une somme de 250 millions de dollars ou 1.295 millions de francs en valeur nominale et de 1.245 millions 200.000 francs en valeur réelle. Les frais de la commission s'élevaient à 25.900.000 francs, somme égale à celle dont nous privait l'émission dans le public au-dessous du pair à 98 francs. Le taux réel de l'emprunt, en supposant le remboursement effectué à la fin de la cinquième année, ressortait pour la France et la Grande-Bretagne à 6 % (5,20 plus 0,80 de frais de remboursement), bien que pour les souscripteurs américains, le taux réel fût de 5,50 %, 5,10 plus 0,40 de prime de remboursement. On doit reconnaître que ce taux était très onéreux — bien qu'il fut moins onéreux que l'achat de change — et que le paiement de nos dettes en Amérique obligeait les Etats alliés à de lourds sacrifices dont il faut bien apprécier toute l'étendue, si l'on veut se rendre un

compte exact du soulagement apporté aux finances de la France et de la Grande-Bretagne par l'entrée en guerre des Etats-Unis en avril 1917.

Il est utile de préciser le caractère de cette opération, qui est exclusivement commerciale : au moment où elle fut conclue, la France n'avait fait encore aucun appel aux ressources de ses nationaux — à part l'émission des bons à court terme — et possédait assez d'or et de crédit pour faire la guerre sans le secours financier de l'étranger. Cela était encore plus vrai pour l'Angleterre qui, dès le début, avait suivi une énergique politique d'emprunts et d'impôts. C'est uniquement pour le règlement de leurs importations d'Amérique que les deux grandes nations belligérantes eurent recours à ce procédé.

L'Angleterre avait déjà effectué une opération tout à fait semblable, lors de l'émission du second grand emprunt britannique, au début de juillet 1915 ; une tranche de 100 millions de dollars, soit 518 millions de francs, de titres de cet emprunt fut remise à un syndicat, à la tête duquel se trouvait M. Pierpont Morgan, qui se chargea de la placer à New-York.

Malgré tous ces efforts, la cote des changes à Paris le 30 décembre 1915, indiquait la livre à 27,72-27,82 et le dollar à 5,80-5,90. A Londres, le câble transfert sur New-York était à 4,74 5/16. Ces chiffres élevés indiquent la disproportion considérable qui subsistait entre nos moyens de règlement et nos achats à l'extérieur, disproportion qui apparaît clairement si l'on examine les chiffres donnés plus haut, des balances commerciales de la France et de l'Angleterre en 1915 et du commerce extérieur des Etats-Unis dans le même temps.

Pour chacun des trois premiers mois de 1916, les dépenses prévues s'élevaient à 1.750 millions de dépenses

militaires et 2.505 millions de dépenses totales. Les paiements faits par les ministères de la guerre et de l'armement à la Grande-Bretagne et aux Etats-Unis atteignaient dans la même période environ 580 millions par mois. En novembre 1915, les paiements mensuels aux Etats-Unis des ministères de la guerre et de l'armement s'étaient subitement accrus, passant de 78 millions de francs en octobre à 133 millions en novembre. En outre, les particuliers se voyaient obligés de recourir à l'étranger pour les besoins du commerce et de l'industrie. Dès janvier 1916 l'écart entre les importations et les exportations s'aggrave au point que celles-ci n'atteignent pas au tiers de celles-là et que les achats surpassent les ventes de 410 millions. Cette proportion se maintient pendant février et mars, et, en avril, s'élève à 472 millions. Voici les cours de la livre et du dollar à Paris pendant la même période :

	LIVRE	DOLLAR
3 février	27,70 à 28	5,86 à 5,92
2 mars	28 à 28,05	5,85 à 5,91
30 mars	28,45 1/2 à 28,50 1/2	5,94 à 6

Le 13 avril, la cote à Paris des changes alliés et neutres indique les cours suivants, les plus graves qui aient été enregistrés depuis le début de la guere :

Londres	28,89 à 28,97
New-York	6,04 à 6,10
Danemark	178 à 192
Norvège	179 à 183
Italie	92 1/2 à 94 1/2
Suède	179 à 183

Espagne	584 à 590
Suisse	116 à 118
Hollande	259 1/2 à 261 1/2
Pétrograd	182 à 190
Portugal	405 à 425

Au début de février 1916, devant la tendance menaçante du change anglais, qui pesait à la fois sur nos achats à Londres et sur nos achats à New-York, une conférence financière fut tenue à Londres, entre les Ministres des Finances de France et de Grande-Bretagne, M. Ribot et M. Mackenna, et les gouverneurs des Banques de France et d'Angleterre, M. Pallain et Lord Cunliffe. Cette conférence aboutit à un accord franco-anglais, signé le 11 février qui permettait enfin la reprise des opérations d'arbitrage de valeurs internationales entre Londres et Paris. Depuis la guerre, le règlement n° 9 de la Bourse de Londres prescrivait que la livraison d'aucune valeur ne pourrait être faite par Lombard Street, à moins qu'elle ne fut appuyée par la déclaration d'un banquier, d'un agent de change ou d'une personne responsable certifiant que ces valeurs étaient en fait l'objet d'une possession réelle au Royaume-Uni depuis le 30 septembre 1914. Cette prohibition s'expliquait par la crainte de voir offrir au Stock Exchange des titres sur lesquels le contrôle d'origine et de propriété eût été à peu près impossible, et de faciliter ainsi des réalisations de la part de nationaux des pays ennemis. La levée de cette mesure avait été demandée à plusieurs reprises par la Banque de France et par la Chambre de Commerce britannique de Paris : car la vente à Londres de titres possédés par des Français aurait créé des disponibilités pour les règlements extérieurs d'abord à la France, et ensuite au marché anglais lui-même. Le

gouvernement anglais usait depuis plusieurs mois de ce moyen de stabilisation du change, en se faisant prêter par ses nationaux des titres dont la valeur était exprimée en dollars, destinée à garantir des ouvertures de crédit, mais qu'il se réservait le droit de vendre à New-York si les circonstances l'y contraignaient. L'accord de Londres stipulait que la négociation des titres devait avoir lieu par l'intermédiaire de la Banque de France, à qui devait être fournie la preuve que les titres n'étaient pas propriété ennemie ou même propriété étrangère. La Banque de France transmettait l'ordre de vente à la Banque d'Angleterre, qui se chargeait de la négociation. Le change provenant de ces réalisations de valeurs était utilisé exclusivement pour acquitter des achats effectués en Angleterre, c'est-à-dire que le donneur d'ordre français était crédité en francs par la Banque de France au cours du change du jour du règlement, et le crédit que la Banque de France recevait de la Banque d'Angleterre en contrepartie de la vente des valeurs ne pouvait être utilisé que contre justification d'emploi à des paiements commerciaux en Grande-Bretagne. D'autre part, et par le même accord, la Banque d'Angleterre promettait ses bons offices à la Banque de France pour faciliter l'obtention de crédits commerciaux privés en Angleterre. Enfin, des dispositions étaient prises en vue du paiement des achats faits directement par le gouvernement français, tant en Grande-Bretagne qu'aux Etats-Unis.

Pour être réellement efficaces ces mesures auraient dû s'accompagner de la réquisition des titres britanniques appartenant à des Français. Telles quelles, leur insuffisance ne tarda pas à apparaître et la nécessité d'une coopération plus étroite entre les deux grandes nations alliées s'imposa.

L'or fut encore à la base des négociations qui s'ouvrirent en avril 1916, entre la Banque de France et la Banque d'Angleterre, et qui aboutirent à de larges ouvertures de crédit consenties à la France sur le marché de Londres, en échange de livraisons d'or. On se souvient que, à dater de cet accord, la Banque de France ne vendit plus son or, mais le prêta. L'importance probable du décaissement, la longueur des hostilités, et la vision de plus en plus nette des utilités multiples que présentait, pour la France, la possession d'une forte encaisse d'or, dictèrent cette modification, dont la suite des événements a montré la sagesse.

A la suite de la signature de cette importante convention, qui dotait la Banque de France de considérables moyens de change sur l'étranger, le cours du franc par rapport à la livre et au dollar remonta immédiatement et fut à peu près complètement stabilisé : à partir de cet accord, ces trois monnaies prennent à Paris des cours qui établissent entre elles une parité à peu près parfaite. Le 17 mai 1916, la livre est à 28,25 au lieu de 28,27 le 10 mai, et le dollar est à 5,93 au lieu de 5,95. Le 30 décembre de la même année, le change sur Londres est à 27,72-27,82 et le change sur New-York à 5,80-5,90. L'accord de Calais mit en jeu un mécanisme identique, toujours fondé sur des prêts d'or, au profit, cette fois, du gouvernement français.

Dans toutes les ouvertures de crédit consenties par l'Angleterre à la France, sauf celle du 30 avril 1915, il y a une stipulation d'intérêts à la charge de la France, ainsi que l'engagement de rembourser le surplus des avances ne correspondant pas au montant d'or fourni par la France, au lendemain de la guerre. D'ailleurs ces ingénieuses combinaisons de crédit n'étaient ni moins utiles ni moins profitables à la Grande-Bretagne qu'à

nous : le commerce extérieur britannique, de même que le nôtre se soldait par un très gros excédent d'importation, puisque en avril 1916, l'Angleterre importait pour £ : 75.685.000 et exportait pour £ : 36.817.000. Il lui fallait de l'or pour conserver le gold standard de la livre sterling, absolument nécessaire à ses immenses relations commerciales, et qu'il était de notre intérêt de soutenir, puisque la plupart de nos dettes se payaient à Londres.

Au moyen de ces diverses conventions, on parvint à rendre solidaires les cours du franc et de la livre sterling et à maintenir la parité presque parfaite de la livre avec l'or. Grâce à la répartition équitable entre les deux alliés des charges résultant des achats faits à l'extérieur pour lutter contre l'ennemi commun — la France fournissant l'or, l'Angleterre fournissant les crédits — on stabilisa non seulement le change français sur Londres mais aussi le change français et le change anglais à New-York : pendant toute l'année 1915 le cours de la livre sterling perdait à New-York 4 ½ %. En avril 1916, elle ne perdait guère plus de 2 %, grâce à la reprise et à la centralisation dans les caisses du Trésor britannique du stock de valeurs américaines détenu par les capitalistes de ce pays. Il n'est pas indifférent d'indiquer que, au mois de septembre 1916, le mark perdait 28 % à New-York.

Cette politique d'ouverture de crédits qui avait donné d'excellents résultats, fut développée entre la France et les Etats-Unis par toute une série d'accords précis.

Néanmoins, il faut remarquer qu'une telle politique, avec les sacrifices qu'elle impliquait, ne pouvait avoir son plein effet que si les demandes de change sur la place de Paris étaient autant que possible soustraites aux tentatives de la spéculation et aux transferts de capitaux recherchant à l'étranger un placement plus avantageux,

et n'avaient pas d'autre but que de couvrir des achats réellement effectués à l'extérieur et pour des besoins justifiés.

Les Justifications de Change

A la suite des accords exposés plus haut entre les gouvernements français et anglais, et les Banques de France et d'Angleterre, et des crédits accordés en Amérique à la Banque de France ou au Trésor français ou même aux grandes villes françaises, Paris, Lyon, Bordeaux, Marseille, le Trésor se trouvait en possession de disponibilités très importantes sur l'étranger, et dont il céda une partie à la Banque de France pour les besoins du marché français. La Banque de France ne cédait à son tour ses remises sur Londres ou New-York aux acheteurs que sur justification de l'emploi de ces fonds pour les besoins du commerce ou de l'industrie.

Cette justification, dont certains ont contesté la nécessité, était cependant une précaution très légitime : ces moyens de change étaient acquis par le gouvernement français au prix de sacrifices assez lourds pour qu'on ne les abandonnât pas à la fantaisie d'un marché non discipliné. Il est bon de noter au passage que la Banque a versé intégralement au Trésor le produit des ventes de change qu'elle a effectuées, de sorte que l'opération ne lui a laissé aucun bénéfice.

Une conséquence inévitable du contrôle du change a été l'apparition sur la place de Paris, dès le second semestre de l'année 1916, d'un dédoublement du cours des

changes. Les personnes qui avaient besoin de moyens de règlement sur l'étranger pour des motifs légitimes, c'est-à-dire des achats de marchandises correspondant à des besoins réels du commerce et de l'industrie, n'éprouvaient aucune difficulté à soumettre leurs justifications à la Banque de France qui leur procurait aussitôt le change nécessaire.

D'ailleurs la Banque comprenait largement son rôle, puisqu'elle consentait à délivrer des livres sterling aux commerçants justifiant de paiements à faire aux Etats-Unis à l'aide de dollars qu'ils désiraient se procurer sur la place de Londres et même sur les autres places. Au contraire ceux qui voulaient acheter du change pour faire face à des opérations purement spéculatives, et qui, en agissant ainsi, ne servaient par les intérêts généraux du pays, ne craignaient pas d'acheter du change en dehors du marché officiel à un taux supérieur à celui de la Banque, lorsque le profit qu'ils espéraient retirer de l'opération était assez élevé pour compenser la différence des deux cours : l'écart entre la cote officielle et le cours du marché libre s'est élevé jusqu'à 1 1/4 %. On ne peut malheureusement pas se fier au sentiment patriotique pour empêcher tout transfert de fonds à l'étranger, lorsque ce transfert n'est pas justifié par des règlements d'importation. Les Anglais le comprirent avant nous, et, dès 1916, réglementèrent leur marché dans ce sens. Ce n'est que vers le 3 avril 1918 qu'une loi a enfin interdit les transferts de capitaux. Cette mesure, prise plus tôt eût certainement évité bien des fluctuations désavantageuses.

Malgré l'ingéniosité de ces divers procédés de règlement, l'importance des sorties d'or français n'était pas sans inquiéter ceux qui dirigeaient la politique financière de la France. Aussi, pour soulager la Banque, chercha-t-on

à utiliser comme un moyen de crédit le portefeuille de valeurs étrangères des particuliers.

Lors du vote des crédits pour le deuxième semestre 1916, M. Ribot annonça à la tribune son intention de mobiliser les valeurs étrangères et d'en faire vendre sur le marché du change. L'Angleterre nous avait, depuis plusieurs mois, précédé dans cette voie, en se faisant prêter ou en achetant, dès le mois de décembre 1915, les valeurs américaines détenues par ses nationaux. C'est le 12 mai 1916 que le gouvernement français fit connaître les conditions auxquelles il était disposé à contracter l'emprunt des valeurs neutres détenues par ses porteurs français. Les prêts étaient faits pour une année, avec faculté pour le Trésor de les continuer d'année en année jusqu'à la fin de la troisième. Le Trésor se réservait la faculté de vendre ces titres — réserve indispensable, si l'on voulait que les Banques des Etats neutres acceptassent ces titres en garantie d'ouvertures de crédit. Les prêteurs recevaient pour prix de leur coopération, chaque année une bonification égale à 25 % du revenu brut annuel en francs. Ce prêt n'équivalait pas, en principe, à une immobilisation, chaque prêteur recevant un certificat théroiquement négociable en Bourse, sans préjudice bien entendu, des droits conférés à l'Etat par l'acte de prêt. Mais pratiquement, les porteurs se heurtèrent à l'impossibilité de vendre des certificats pour lesquels aucun acheteur ne s'offrait, ce qui entrava considérablement les résultats espérés de l'opération. L'Etat se servit des valeurs à lui confiées pour gager des ouvertures de crédit aux Etats-Unis, en donnant satisfaction à la loi sur les Banques de Réserve Fédérale, qui limite à 10 % du capital et des réserves les engagements et vis-à-vis d'un même emprunteur s'il n'y a aucune garantie et à 25 % si des garanties sont déposées : ce méca-

nisme augmentait donc la capacité d'emprunt de l'Etat français. Des opérations analogues furent faites dans les principaux pays neutres : Espagne, Hollande, Pays Scandinaves, etc. Cette combinaison permettait au Trésor de se procurer facilement des ressources liquidées par le dépôt des titres dans les Banques étrangères : il ne s'agissait pas pour lui — du moins en principe — de régler définitivement une dette, mais de l'ajourner en fournissant une couverture. Le but poursuivi était de reporter les échéances des créances immédiatement exigibles afin de débarrasser le marché des changes d'un excès de demandes. C'est ainsi que pour 1.627 millions de dollars d'ouverture de crédit faite aux Etats-Unis à la date du mois de novembre 1916, 30 millions de dollars seulement étaient remboursables en 1916. Pour le surplus, les dates de remboursements étaient échelonnées sur les bases ci-dessous :

	Millions de dollars
1917	103
1918	260
1919	300
1920	500
1921	200
1923	5
non indiqué	229
Total général y compris 1916	1.627

Certains ont prétendu que la France s'appauvrissait en vendant les valeurs étrangères de son portefeuille, et il est certain en effet que l'absence des moyens de compensation fournis par les intérêts et dividendes des titres étrangers qui ont été rapatriés, s'est fait vivement sentir

aux époques d'échéance. Mais ce point de vue est faux, car il ne faut pas oublier que, dans les années qui suivront la conclusion de la paix, le change aura d'autant moins de peine à revenir à son niveau normal que nous aurons davantage payé nos dettes et fait moins appel au crédit à court terme. Une autre justification de cette pratique découle des dispositions de la loi sur les Banques Fédérales des Etats-Unis, et de l'emploi de leurs réserves. Les prêts faits par elles pouvaient atteindre un % plus élevé du montant total des disponibilités, si les emprunteurs offraient plus d'une signature en garantie. Les titres, collatéraux apportés par l'Etat français, permettaient ainsi d'obtenir des quantum de crédits plus élevés, que si l'Etat eut été seul à garantir l'exactitude du remboursement.

Il importe de signaler la coopération étroite qu'il y a eu à chaque moment de cette campagne du change entre le Trésor et la Banque de France. C'est grâce au concours de celle-ci, à l'appui de son crédit, de son expérience et de son or que l'Etat a pu effectuer, d'une façon avantageuse pour lui, des opérations qui portent sur plusieurs milliards et qui ont grandement facilité le paiement à l'étranger du gouvernement et des particuliers. Alors qu'en 1915 la Banque avait livré au public pour 800 millions de devises, elle en a livré, en 1916, pour 3 milliards 1/2, provenant soit de la négociation à Londres et sur des places neutres de valeurs étrangères du portefeuille français réalisées par son intermédiaire, soit en crédits acquis ou garantis par elle, soit des disponibilités à elle cédées par elle pour des besoins du commerce. En échange de ces disponibilités, la Banque a vendu à l'étranger, du 1er août 1914 au 31 décembre 1916, pour 1.057 millions d'or, dont 900 à la Grande-Bretagne et prêté à la

Banque d'Angleterre et au Trésor britannique une grande partie des 1.593 millions qui figurent au bilan d'or de l'étranger.

Le Federal Reserve Board et les Prêts à Long Terme

La fin de l'année 1916 fut marquée par un incident qui aurait pu avoir des conséquences désastreuses pour la France et la Grande-Bretagne. Le Federal Reserve Board crut devoir, dans le courant du mois de novembre, conseiller aux Banques des Etats-Unis de ne pas acheter en quantité exagérée les bons du Trésor à long terme émis par les puissances belligérantes, afin de ne pas s'encombrer de papier dont les circonstances pouvaient rendre la réalisation difficile. Cette décision, inspirée par un scrupule exagéré dans l'application de la loi sur les Banques Fédérales de Réserve, plus que par les suggestions de l'un des directeurs de la maison Kuhn et Loeb, qui fut soupçonné de faire ainsi le jeu de nos ennemis, étant donné ses origines allemandes et sa proche parenté avec le financier Marburg de Hambourg, ne tendait à rien moins qu'à rendre fort difficiles pour ne pas dire impossibles les ouvertures de crédit des Etats-Unis aux Alliés. Cette décision provoqua aux Etats-Unis d'abord de la surprise, puis de sérieuses protestations. Et, en se plaçant non au point de vue des emprunteurs, mais bien des prêteurs, on peut voir que, si elle eût été maintenue, elle eût pu être des plus préjudiciables pour les Etats-Unis. C'est ce que fit très bien valoir M. Rovensky, vice-président de la National Bank of Commerce, lorsqu'il demanda

comment l'Europe pourrait payer les écarts défavorables de la balance commerciale si on lui supprimait les possibilités de transformer des francs ou des livres sterling en dollars, grâce aux emprunts et aux ouvertures de crédits. Toute l'activité des belligérants était absorbée par les industries de la guerre et ne pouvait s'appliquer aux industries d'exportations ; l'or de l'Europe, refluant aux Etats-Unis, risquait de causer dans ce pays, novice encore dans les méthodes modernes de crédit, une pléthore dangereuse. Enfin, l'Europe obligée de repatrier toutes les valeurs américaines de son portefeuille, c'était la destruction de gaîté de cœur des résultats lentement et difficilement obtenus d'un gros effort, les Etats-Unis ayant eu beaucoup de mal à placer ces titres à l'étranger afin d'élargir leur marché. C'était aussi nuire, pour la période de l'après-guerre, aux détenteurs de stocks de valeurs américaines : car rien ne soutient une valeur comme un large marché, et la multiplicité des offres et des demandes soutient le cours et donne aux stocks leur pleine puissance de valeur.

Au point de vue de la France et de l'Angleterre, le danger était plus terrible, et la suppression des ouvertures de crédit aux Etats-Unis aurait eu pour conséquence l'arrêt des importations de provenance américaine absolument indispensable cependant à l'achèvement de la guerre et à la vie des deux nations.

La Grande-Bretagne qui venait à ce moment-là d'engager des pourparlers pour une nouvelle et importante opération de crédit, retira sa demande et s'adressa au Japon ; elle annula, en outre, pour plus de 100 millions de dollars de commandes de guerre.

L'opinion s'émut vivement de l'attitude du Bureau de Réserve Fédérale et prit à parti M. Warbourg qui fut

nettement mis en cause, dans la presse. Le 20 décembre 1916, une décision de M. Harding, Gouverneur du Federal Reserve Board, annonça que le Bureau ne voyait aucune objection à ce que l'Amérique consentit, en 1917, des avances à l'étranger sous forme de bons à long terme. Bien plus, à la fin du mois de décembre, le Bureau de Réserve Fédérale autorisa la Banque de Réserve Fédérale de New-York à désigner la Banque d'Angleterre comme son correspondant à Londres. Cette mesure devait se compléter au début de mars 1917 par l'autorisation donnée à la Banque de Réserve Fédérale de New-York de désigner la Banque de France comme son corespondant à Paris. La raison de ces décisions du Federal Reserve Board se trouve dans le souci des banques américaines d'obtenir ultérieurement le rapatriement facile et rapide et sans perte au change de leurs capitaux investis à l'étranger. L'établissement et le renforcement entre Paris, Londres et New-York, de ces relations directes dont l'importance et l'utilité étaient évidentes soulevèrent en Allemagne de violentes colères, comme en firent foi à cette époque, divers articles de la *Frank-furter Zeitung*, de la revue : « Die Bank » ainsi que du « Berliner Börsen Kurier ».

A la fin de 1916, on estimait que le total net des emprunts à court terme et des crédits commerciaux consentis par les Etats-Unis aux nations de l'Entente s'élevaient à peu près de 2 milliards et demi de dollars, dont 1 milliard 1/4 pour l'Angleterre et 750 millions de dollars pour la France.

Les mesures prises de janvier à décembre 1916 par la France et la Grande-Bretagne en vue de joindre leurs ressources pour éviter une dépréciation trop grande de leurs monnaies respectives malgré de lourds règlements extérieurs, avaient obtenu un succès très réel, mais les sacri-

fices assumés par les deux nations, et spécialement par la France étaient trop lourds pour pouvoir être intégralement maintenus pendant les mois suivants, si aucun changement n'intervenait dans la situation internationale. Aussi, malgré les résultats encourageants qui avaient été obtenus à la fin de décembre 1916, l'avenir apparaissait encore sombre. Au cours des premiers mois de 1917, la situation empira nettement. Du 1er janvier au 31 mars, les paiements faits à l'étranger pour les ministères de la Guerre et de l'Armement s'élevèrent à 1.408 millions, dont 846 millions pour les Etats-Unis et 431 millions pour la Grande-Bretagne. Le cours des changes, au 31 mars, n'exprimait pas cette dette dans son intégralité ; en ce qui concerne la livre sterling et le dollar, grâce aux crédits obtenus à Londres et à New-York, la cote n'indiquait aucun changement, ce qui signifiait simplement que les paiements étaient ajournés. Au contraire, pour les pays qui, par insuffisance d'organisation bancaire ou par manque de bienveillance, se refusaient à accorder à l'Entente des crédits importants, la cote enregistrait une élévation continue, à Paris, des monnaies de ces places : ainsi la peseta espagnole, qui, le 29 mars, était à 633 ; les devises suédoises et norvégiennes qui oscillaient de 173 à 177, et, dans une moindre mesure, le florin hollandais et les devises danoises.

Nos deux principaux fournisseurs en matières premières, en objets fabriqués, pour les usages de la guerre, et en objets d'alimentation étaient l'Angleterre et les Etats-Unis. Notre situation financière vis-à-vis de ces deux pays a été suffisamment caractérisée dans une autre partie de ce travail pour qu'il ne soit pas nécessaire d'y revenir ; les Etats-Unis nous avaient ouvert directement une somme de crédits inférieure pour plus de moitié à celle qui repré-

sentait leurs ouvertures à la Grande-Bretagne ; pour nos achats dépassant la somme des crédits obtenus, nous achetions des dollars sur le marché de Londres, en utilisant pour cela des crédits acquis par nous dans le Royaume-Uni, au moyen de diverses combinaisons déjà étudiées, dont les plus récentes comportaient des prêts faits par la Banque de France à la Banque d'Angleterre : du 28 décembre 1916 au 29 mars 1917, ces prêts, figurant au bilan sous le poste « or à l'étranger », avaient passé de 1.693.087.732 francs à 1.947.671.846 francs, soit 254 millions et demi d'augmentation pour trois mois et, dans l'année 1916 l'excédent à New-York des exportations d'or sur les importations avait été de 529.352.000 dollars. Du 1er août 1914 au 31 mars 1917, les Etats-Unis avaient reçu environ 1.400 millions de dollars d'or ; sur ce chiffre, 1.300 millions de dollars avaient été fournis par les Alliés et la part de la France dans ces envois dépassait 550 millions de dollars, soit 43 %. En effet, la Banque de France avait livré à l'Angleterre, dans le même temps, 2.840 millions de francs, dont 35 millions de livres sterling d'or vendu et 77 millions d'or prêté. Plus de 150 millions de francs d'or étaient sortis avant la convention franco-anglaise d'avril 1915, et figuraient presque en totalité dans les statistiques d'entrée de la douane américaine.

En 1918, le Gouverneur de la Banque de France reconnaissait que « en 1915 et 1916, notre coopération indirecte au soutien des changes alliés sur le marché américain, avait entraîné l'exportation d'environ 2 milliards 1/2 de notre encaisse (2.568 millions) ». Les rentrées d'or à la Banque de France s'étaient fortement ralenties, la campagne en vue des versements d'or ayant assez duré pour que presque tous les détenteurs du métal précieux désireux de faire leur devoir eussent pu s'en acquitter.

Cette situation pouvait donc inspirer de légitimes inquiétudes, l'encaisse de la Banque ne pouvant pas s'abaisser au-dessous d'un certain chiffre sans de graves inconvénients pour le crédit public. On aurait pu songer à soutenir et à encourager le commerce d'exportation à destination de l'Angleterre, ce qui nous aurait fourni des moyens de règlement bien préférables à tous les autres procédés. Mais la Grande-Bretagne, désireuse de maintenir jalousement le gold-standard de la livre sterling malgré les 25 milliards de francs de déficit laissés à sa charge par la balance de son commerce extérieur depuis la guerre, et, pour cela, exerçant un contrôle très strict sur ses importations, avait établi, le 24 février 1917, des prohibitions ou des limitations sur nombre de produits que la France lui fournissait ou aurait pu lui fournir : ainsi les vins, fruits, soieries, lingerie, confections, ouvrages en peau, pelleteries, ganterie, bimbeloterie, tabletterie, articles de Paris, ouvrages de mode, la plupart des plumes de parure, fleurs artificielles, meubles, parfumerie, orfèvrerie et bijouterie, instruments de musique, vannerie, brosserie, boutons, etc. Tous ces articles ne pouvaient être exportés en Angleterre que jusqu'à concurrence de contingents limités à 25 % ou 50 % des exportations de l'année 1915, de sorte qu'il ne fallait pas compter sur le commerce d'exportation pour fournir de sérieux moyens de compensation sur l'Angleterre. D'ailleurs, le 24 mars 1917, la France prit une mesure analogue en prohibant toutes les importations sauf celles autorisées par un comité de dérogation aux prohibitions d'entrée.

Cependant, la nécessité de ménager l'encaisse d'or de la Banque de France allait bientôt devenir assez impérieuse pour imposer un temps d'arrêt aux ouvertures de crédit en Grande-Bretagne. Quant aux ouvertures de cré-

dit obtenues directement par la France aux Etats-Unis, leur accroissement se heurtait à de gros obstacles : les banques américaines, en principe, ne pratiquent pas volontiers les crédits en blanc, et la loi sur la Réserve fédérale imposait sur ce point de très étroites limitations. Or, la France ne pouvait pas offrir à ses prêteurs d'Outre-Océan des garanties aussi nombreuses qu'elle l'eût désiré : le portefeuille français était pauvre en valeurs américaines, n'en contenant que pour 750 millions de dollars et l'on ne devait pas espérer ajouter des sommes importantes aux 63.714.000 francs d'avances sur titres américains que les Etats-Unis nous avaient accordées au cours du premier trimestre de 1917 ; les valeurs russes n'étaient pas recherchées par nos créanciers ; les valeurs des pays neutres autres que les Etats-Unis, que les particuliers avaient consenti à prêter à l'Etat, servaient en premier lieu à des ouvertures de crédit ou même à des ventes dans les pays émetteurs, et c'est ainsi que l'Espagne, par exemple, rapatriait en peu de mois la totalité de sa dette extérieure et un grand nombre de valeurs industrielles. Ces conditions particulières du marché américain expliquent que les Alliés aient été obligés de recourir à des combinaisons de crédit extrêmement variées pour s'y procurer des disponibilités. C'est ainsi que le 1er avril 1917, une nouvelle opération fut conclue, dans laquelle le Trésor français n'était intéressé que comme s'étant substitué à des tiers dans les bénéfices et charges d'un contrat passé par ces tiers aux Etats-Unis. Il s'agit du « French Industrial Crédit », qui consistait en un crédit par acceptation de traites renouvelables, tirées par 74 compagnies ou industriels français, individuellement et sans solidarité entre eux, sur des banquiers américains constitués en syndicat sous la direction de la Guaranty Trust Company

et de la maison Bonbright et C°. Le montant du crédit était de 100 millions de dollars, sur lesquels 50 millions, soit 259 millions de francs, avaient été pris ferme, le solde faisant l'objet d'une option détenue par les maisons américaines. La durée du crédit était de 18 mois, et le remboursement devait se faire, au choix des banques, en dollars ou en francs au change fixe de 5,70. Les commissions attribuées aux banques s'élevaient à 2 1/4 % pour l'ensemble de l'opération et des renouvellements. Le taux d'escompte était de 5 1/2 %. Le crédit était garanti par des obligations du Trésor français à 18 mois avec 20 % de marge et par un dépôt de 60 millions de francs de valeurs de pays neutres déposées à la Banque de France pour le compte des maisons américaines. Le Trésor français toucha de ce chef 238.927.000 francs. Une coopération analogue avait été faite par la maison Schneider et C° qui avait obtenu aux Etats-Unis quatre crédits successifs dont chacun s'élevait à 15 millions de dollars et se divisait en trois tranches de 5 millions de dollars. Le crédit était réalisé par des traites émises à 3 mois et renouvelables 3 fois (ce qui portait la durée du crédit à un an), tirées par des banques françaises sur des banques américaines. Les traites étaient garanties par des bons du Trésor à un an. Les bénéfices et charges du contrat furent cédés par la maison Schneider au Trésor, qui rétrocédait à MM. Schneider et C^ie^ les sommes nécessaires à leurs paiements en Amérique, sauf remboursement par eux en francs à Paris. A la fin de mars 1917, les trois tranches du premier crédit, soit 15 millions de dollars, étaient remboursées : la première tranche du deuxième crédit venait à échéance le 1^er^ mai 1917. Sur le quatrième crédit, la première tranche seule était émise. Au même moment la France procédait à New-York, à une émission de 100 millions de

dollars de bons à deux ans, faite le 1er avril 1917 à échéance du 1er avril 1919. Le taux d'intérêt était également 5 1/2 % ; le prix de cession au syndicat était de 97 %, et le prix d'émission dans le public de 99 %. L'opération était garantie par un collatéral de valeurs en pays neutres, d'un montant de 120 millions de dollars. Cette opération rapporta au Trésor français une somme de 497.927.000 fr.

Mais les combinaisons en perspective devenaient chaque jour moins nombreuses et plus onéreuses, et la situation se compliquait encore de ce fait que les échéances des crédits déjà obtenus n'étaient point très éloignées ; le remboursement était impossible, la consolidation extrêmement difficile. Le marché new-yorkais ne connaissait pas, avant la guerre, les valeurs étrangères, et son internationalisation était de trop fraîche date pour que le goût des valeurs européennes eût pénétré profondément dans les milieux américains ; ces milieux continuaient à accorder une préférence marquée aux valeurs indigènes, et ne se prêtaient même pas à fournir des capitaux aux Républiques de l'Amérique latine, bien que celles-ci en eussent un pressant besoin. Les titres des emprunts étrangers contractés à New-York se trouvaient plutôt dans le portefeuille des banques que dans le patrimoine des particuliers.

A la fin de 1916, le total des emprunts à court terme et des crédits commerciaux obtenus aux Etats-Unis par les pays de l'Entente s'élevait approximativement à 2 1/4 ou 2 1/2 milliards de dollars, dont plus de 1 milliard 1/4 pour la Grande-Bretagne et 750 millions pour la France ; et, au cours de l'année 1917 et des six années suivantes, jusqu'en 1923, commençaient à tomber les échéances des prêts à court terme antérieurement consentis ; plus de 100 millions de dollars en 1917 à échéance des 1er juin,

1er juillet, 1er août, 1er et 15 octobre, 1er novembre et 1er décembre, et concernant l'emprunt des villes de Lyon, Bordeaux et Marseille, le Crédit du Creusot, l'American Foreign Securities C°, l'Emprunt d'avril 1917, le Crédit Industriel, l'Emprunt de la Ville de Paris et l'avance sur obligations de Saint-Louis-San-Francisco. En 1918, les échéances aux Etats-Unis dépassaient 260 millions, en 1919, elles s'élevaient à plus de 300 millions, et, en 1920, à plus de 500.

Au début de 1917, un grand organe financier paraissant en Suisse écrivait : « ...Il semble que, pour le moment, les Etats en guerre aient presque épuisé ce mode de se faire de l'argent (les emprunts à court terme et les crédits commerciaux), soit que les neutres soient saturés de ces titres, soit que la prolongation des hostilités menace de porter atteinte au crédit des grandes puissances, crédit qui, jusqu'avant la guerre, avait été indiscuté ».

Le problème était donc pressant et presque insoluble et le danger beaucoup plus menaçant que la masse du public, à cette époque, ne le soupçonnait, car on ne pouvait réduire ou seulement maintenir à un niveau constant les achats à l'extérieur qu'en compromettant la défense nationale et le ravitaillement du pays.

La Situation Economique des Etats-Unis

Telle était la situation financière à l'extérieur à la fin du premier trimestre de 1917, et les perspectives d'avenir eussent été fort inquiétantes, sans l'évolution qui se produisait, au même moment, chez la plus puissante des

nations neutres et qui poussait les Etats-Unis à entrer dans la lutte, aux côtés de la France et de l'Angleterre, pour la défense du droit. Le 30 janvier 1917, l'Allemagne avait communiqué aux Etats neutres une note par laquelle elle les informait de sa décision de torpiller dorénavant tous les bateaux, même neutres, autour des côtes d'Angleterre, de France et d'Irlande. En réponse à cette note, le Président Wilson, le 3 février, déclara solennellement au Congrès que les relations diplomatiques avec l'Allemagne étaient rompues. Enfin, le 2 avril 1917, le Président adressa au Congrès un message pour la reconnaissance de l'état de guerre entre les Etats-Unis d'Amérique et l'Empire d'Allemagne, et pour l'établissement des conditions de la collaboration avec l'Entente : aide financière, fourniture de matériel de guerre, établissement du service militaire général, levée immédiate de 500.000 hommes à envoyer en Europe. Cette décision rendait à la France et à l'Angleterre la certitude de la victoire, en leur donnant la possibilité de « tenir » financièrement, jusqu'au moment où l'ennemi commencerait à s'affaiblir et à céder devant l'élan de nos héroïques armées. Avant d'étudier les formes pratiques que prit l'aide des Etats-Unis aux Alliés, il est indispensable — pour bien comprendre le caractère et l'importance de cette aide, et les modalités financières qu'elle put revêtir — d'examiner quelle était, en mars 1917, la situation des Etats-Unis, au point de vue des ressources intérieures et des relations internationales et le rôle que jouait le dollar sur les places alliées et neutres.

Les Etats-Unis se trouvaient alors — grâce aux achats de l'Europe en guerre — dans la plus florissante situation qu'ils eussent jamais connue : les exportations de marchandises au cours de l'année 1916, représentaient une

valeur de 5 milliards 400 millions de dollars, soit 28.386 millions de francs, contre 3 milliards ½ de dollars en 1915, et l'excédent des exportations sur les importations était de 3.089 millions de dollars. La plus grande partie de l'augmentation des exportations se rapportaient aux exportations d'explosifs (dollars : 550 millions), d'objets manufacturés de fer et d'acier (dollars : 470 millions), de cuivres manufacturés (dollars : 250 millions) et de produits chimiques (dollars : 85 millions). Les puissances de l'Entente absorbaient plus de 70 % des marchandises exportées, soit 1.850 millions de dollars pour le Royaume-Uni (contre 1.192 en 1915) et 900 millions de dollars pour la France (contre 500 millions en 1915). Au contraire, les exportations vers les Empires centraux étaient en régression considérable, tombant, pour l'Allemagne, de 12 millions de dollars en 1915 à dollars : 1 million 1/8 en 1916. De même les sorties à destination du Danemark, des Pays-Bas et de la Suède accusaient une sensible diminution, due à ce que le blocus britannique à l'égard des marchandises susceptibles de gagner l'Allemagne était devenu plus étroit.

Par l'énorme développement de leur commerce extérieur, par le rôle qu'ils avaient assumé de fournisseurs de crédits à l'Europe endettée, les Etats-Unis avaient acquis une situation singulièrement prépondérante, et le dollar un caractère tout nouveau. Grâce à la réorganisation de leur système bancaire, ils aspiraient ouvertement, avant les événements qui les précipitèrent dans la lutte à nos côtés, à supplanter la Grande-Bretagne dans les règlements internationaux, à substituer le dollar à la livre sterling. Le tableau du mouvement de l'or aux Etats-Unis montre comment les envois des nations belligérantes avaient transformé en réservoir d'or un pays qui

jusque là exportait plus de métal précieux qu'il n'en importait, par suite de la balance défavorable de ses comptes à l'extérieur.

(En millions de dollars)

Années	Importations	Exportations	Solde	Production
1914	57.3	222.6	— 163.3	94.5
1915	451.9	31.4	+ 420.5	101.0
1916	685.9	155.8	+ 530.1	92.6

L'afflux des valeurs et de l'or européens sur le marché de New-York n'avait produit ni pléthore ni affaissement durable des cours, à cause de la fiévreuse activité d'un pays que l'abondance des demandes de matières premières et de produits, et les hauts prix pratiqués, poussait au développement le plus intensif de sa production, après un fléchissement momentané. Les cours de la plupart des valeurs étaient remontés très rapidement, d'abord le cours des valeurs industrielles, à cause des commandes de guerre, puis les cours des actions des compagnies ferroviaires ; enfin les titres à revenu fixé étaient remontés à leur tour, mais en s'adaptant aux nouveaux taux de capitalisation créés en Europe par la guerre. Le chômage était absolument nul, de nouvelles usines en vue de la fabrication des objets nécessaires à la guerre, s'étaient installées dès le début de 1915, et, à la fin de 1916, les ordres de guerre exécutés permettaient déjà de les amortir en grande partie. Les ateliers de construction navale travaillaient jour et nuit ; l'industrie textile et les fabriques de produits chimiques et électro-chimiques se développaient de mois en mois. Aussi, au cours de l'année 1916 avait-on assisté à ce que l'on a justement appelé « un boom spéculatif », sur toutes les valeurs, résultant de l'abondance des disponibilités dans le pays, malgré les

fortes demandes de fonds émanant du commerce, de l'industrie et de la Bourse. Cette abondance de disponibilités avait eu pour résultat un taux peu élevé du loyer de l'argent à court terme, qui se tenait entre 2 % et 3 %. Quant au taux de capitalisation pratiqué sur le marché des capitaux à long terme, il était très élevé pour les emprunts étrangers, à cause de l'afflux des demandes, et relativement bas pour les besoins intérieurs. Les titres européens placés à New-York représentaient un revenu effectif de 6, 7 et 8 % selon les débiteurs. Toute cette activité trouve son expression dans le total des opérations effectuées dans les principaux Clearing-Houses des Etats-Unis en 1916, qui est de 261 millions de dollars. Le 2 janvier 1917, le Journal of Commerce, de New-York, constatait que le total des emprunts étrangers (Etats belligérants et neutres) consentis par les Etats-Unis depuis le début des hostilités jusqu'à la fin de 1916, s'élevait à environ : 2.326 millions de dollars dont 908 millions à la Grande-Bretagne, 695 millions à la France et 160 à la Russie.

La grande prospérité de la nation se reflétait dans le cours du dollar, non seulement sur les places des belligérants, mais encore sur les places neutres. Sur la place de Genève à la fin de juillet 1914, le dollar perdait 80 % ; en 1915, il faisait prime de 6 % pour revenir à la fin de l'année à une prime de 3.50 % sur le franc suisse ; et, à la fin de juillet 1916, à une prime de 2.20 %, alors que la livre sterling faisait une prime de 0.05 % ; vers le milieu d'octobre 1916, le dollar était coté à Genève 5.28 et la livre 25.17. Un instrument de paiement international qui n'existait pas avant la guerre, prenait sur tous les marchés une place de plus en plus importante : la *traite en dollars* aspirait ouvertement à détrôner la traite en livres sterling, et beaucoup de places neutres, consi-

dérant que cette monnaie était à l'abri des grandes fluctuations des changes européens et s'était tenue au-dessus du pair alors que la livre sterling elle-même fléchissait au-dessous, se disposaient déjà à l'envisager comme un instrument de paiement universel.

La Chine, qui réglait habituellement ses dettes aux Etats-Unis au moyen de traites sur des banques de Londres, Paris ou Berlin, s'était fait, dès 1915, ouvrir des crédits en or à New-York. De même la Grèce avait établi avec les Etats-Unis des relations directes de change par l'intermédiaire de la National Bank, et l'un des membres les plus influents du Bureau de Réserve fédérale déclarait à la même époque que les banques américaines devaient s'organiser « de manière à ce que leurs acceptations eussent, comme les acceptations anglaises, une valeur universelle ».

A la fin de 1916, cette impression tendait à se fortifier de plus en plus, car une traite de 100 francs sur Paris ne valait à Genève que 86 fr.75, et une traite de 1 livre sterling sur Londres ne valait que 84 fr. 11. La prophétie faite par M. John Hay, secrétaire d'Etat, en 1902, semblait être plus qu'à demi réalisée : « Le centre financier du monde, disait-il, qui a mis des milliers d'années pour voyager des rives de l'Euphrate aux rives de la Tamise et de la Seine, semble passer aux rives de l'Hudson entre l'aurore et le crépuscule. » (V. Economiste français 1918-1-708).

Telles étaient la force et la richesse de l'allié que donnait à la France et à l'Angleterre la déclaration du 2 avril 1917. Si les secours militaires qu'on en devait attendre ne pouvaient se faire sentir efficacement avant de longs mois, du moins sa collaboration financière, poursuivie désormais non plus sur le terrain commercial, mais sur

le terrain de la confraternité des armes et de la communauté des idéals, pouvait se manifester immédiatement et permettre aux Alliés de continuer la guerre avec toute l'énergie nécessaire pour abattre l'ennemi commun. Et, à ce point de vue, notre principal créancier — notre « débiteur séculaire » de la veille — se rangeant à nos côtés, la situation se trouvait complètement modifiée à notre avantage, non seulement pour l'avenir, mais encore en ce qui concernait les conséquences des accords antérieurs et l'échéance des dettes à court terme, dont nous allions pouvoir obtenir le renouvellement sans difficulté et à des conditions meilleures.

A partir du 2 avril 1917, une ère nouvelle commence dans l'histoire financière de la guerre ; les rapports financiers interalliés sont entièrement modifiés, les monnaies prennent de nouvelles valeurs relatives et un équilibre différent. L'amplitude et la direction des exportations d'or se modifie.

Les Avances de la Trésorerie Américaine.

Jusqu'au 2 avril 1917, la Grande-Bretagne et la France, par leur action solidaire sur le marché américain et par les secours accordés par elles aux moins riches ou aux plus malheureux des Alliés, avaient été les banquiers de l'Entente. A partir d'avril 1917, les Etats-Unis assument ce rôle, et c'est à leur crédit que font appel tour à tour la Grande-Bretagne, la France, l'Italie, la Russie, la Belgique et la Grèce, de sorte que toutes les grandes nations européennes deviennent de plus en plus débitrices de

l'Amérique. Dès que la décision de M. Wilson fut officielle, l'Angleterre envoya aux Etats-Unis une mission à la tête de laquelle se trouvaient M. Balfour et Lord Cunliffe, Gouverneur de la Banque d'Angleterre. Les résultats ne se firent pas attendre : il fut décidé qu'on inscrirait au budget des Etats-Unis une somme de 3 milliards de dollars pour avances à faire aux Alliés pendant l'année financière finissant au 30 juin 1918 ; le 24 avril, on télégraphiait de Washington que, à la suite d'une conférence entre Lord Cunliffe et M. Mac-Adoo, Ministre des Finances des Etats-Unis, un premier prélèvement de 200 millions de dollars était fait sur cette somme, au profit de la Grande-Bretagne. Le 25 avril, la Mission française aux Etats-Unis débarquait à Washington, ayant à sa tête le Maréchal Joffre et M. Viviani. Le gouvernement français désigna ensuite un haut commissaire dont l'autorité devait s'étendre sur toutes les commissions spéciales fonctionnant déjà ou devant fonctionner aux Etats-Unis. Peu après la France obtenait à son tour du gouvernement américain un crédit de 100 millions de dollars, soit 518 millions de francs. Désormais, le taux d'intérêt n'était plus que de 3 %, c'est-à-dire identique au taux des Bons du Trésor américain, avec lequel il devait s'élever progressivement par la suite jusqu'à 3 1/2 %, 4 %, 4 1/4 % et 5 %. Ces avances de la Trésorerie américaine n'avaient pas, relativement aux finances françaises, le même caractère que les opérations conclues jusqu'alors aux Etats-Unis. Les bons ordinaires du Trésor français émis aux Etats-Unis, qui, au 31 décembre, s'élevaient à 8.360.000 dollars, soit 47.656.000 francs, faisaient partie de la dette flottante. L'emprunt anglo-français, l'avance du consortium des banques américaines, les crédits Paris, Lyon, Marseille et Bordeaux, l'opération d'avril 1917 et le Cré-

dit industriel faisaient partie de la dette remboursable dans un court délai après la fin des hostilités, tandis que les avances de la Trésorerie faisaient partie de la dette à long terme, et, par conséquence, avaient la valeur d'une consolidation : elles étaient consenties contre dépôt d'obligations trentenaires du Trésor français. *Les envois d'or d'Europe en Amérique étaient supprimés*, le gouvernement américain considérant que le marché des Etats-Unis était suffisamment approvisionné de métal jaune, et se proposant d'abaisser la proportion d'or donnée comme base des avances. Le chiffre de 3 milliards de dollars fixé comme maximum pour les avances à faire aux Alliés ne tarda pas à paraître insuffisant, et, en juillet 1917, le secrétaire du Trésor déclara qu'il fallait porter cette somme à 5 milliards. Au 26 août 1917, les crédits ouverts aux Alliés par le gouvernement de Washington s'élevaient à 1.966.400.000 dollars, dont 1.005 millions à l'Angleterre et 530 millions à la France. Le 24 septembre 1917, le maximum des crédits aux Alliés fut porté à 7 milliards. Au 31 décembre 1917, les sommes fournies par les Etats-Unis à leurs Alliés se répartissaient ainsi :

	Millions de dollars
Grande-Bretagne	2.045
France	1.285
Italie	500
Russie	325
Belgique	77,4
Serbie	4
Total	4.236,4

Ainsi, sur 21 milliards de francs d'avances, l'Angle-

terre avait reçu 10 milliards et la France 6 milliards 1/2.

Du 31 mars au 29 décembre 1917, les expéditions à l'étranger de l'or de la Banque de France avaient passé de 1.947.671.846 francs à 2.037.108.484 francs, soit une augmentation de 89.436.638 francs pour neuf mois. Ce chiffre devient très significatif si l'on considère que, dans les trois premiers mois de l'année, du 29 décembre 1916 au 31 mars 1917, le stock d'or à l'étranger de la Banque de France s'était accru de 254.584.114 francs. Les Etats-Unis, le 10 septembre 1917, interdirent toute exportation d'or, à moins que l'exportateur ne fut muni d'une autorisation spéciale, et règlementèrent le commerce des devises de change. Le rôle d'exportateur d'or sur les marchés neutres au profit de l'Entente, jadis assumé par l'Angleterre et la France, fut rempli à l'avenir par les Etats-Unis. Au cours de l'année 1919, ceux-ci importèrent 125 millions de dollars d'or, soit 853 millions de moins que l'année précédente, et en réexportèrent 191 millions.

Une grande partie de cet or exporté, soit 104 millions, fut envoyée en Espagne afin de combattre la prime de la peseta sur le dollar.

Les conséquences de cette nouvelle orientation des finances de guerre alliées se firent immédiatement sentir sur le cours des changes. Leur premier effet ne fut pas très heureux, puisqu'il se manifesta par une baisse considérable du dollar sur toutes les places neutres, et en particulier sur la place de Genève où, de 5 fr. 10 au 15 avril, le dollar tomba à 5 fr. 03 à la fin de mai, 4 fr. 83 à la fin de juin, 4 fr. 58 au 31 juillet et 4 fr. 38 au 31 décembre, ce qui causa d'amères déceptions aux commerçants des pays neutres, dont certains avaient déjà transféré des banques londoniennes à des banques américaines les dépôts qui leur servaient à régler la balance de leurs

comptes à l'étranger. Une dépréciation aussi brusque ne pouvait évidemment pas s'expliquer par les mêmes causes que l'affaissement du franc français ou de la livre sterling : le commerce extérieur et la balance des comptes des Etats-Unis étaient en pleine prospérité. Cette perte provenait uniquement de la solidarité créée par les décisions des 24 avril et 24 septembre 1917 entre le dollar, le franc et la livre sterling : ces deux dernières monnaies dépréciées sur les marchés neutres, puisqu'à Genève, le 30 juin 1917, la livre sterling valait 23 francs et le franc de France : 0,842, entraînèrent le dollar dans leur mouvement. C'est pourquoi, pendant que la perte des trois grandes monnaies alliées s'accentuait sur tous les marchés neutres, où le dollar suivait une courbe exactement parallèle à celle de la livre sterling, le dollar n'en faisait pas moins prime sur tous les marchés de l'Entente, y compris celui de Londres.

Au point de vue français, les ouvertures de crédit faites à la France par le Trésor américain eurent l'immense avantage de nous décharger en grande partie de l'obligation de passer par la place de Londres pour acquérir des disponibilités aux Etats-Unis. Désormais le gouvernement français put transformer directement les francs en dollars, en s'affranchissant de toute perte de change immédiate, et des achats aux Etats-Unis n'eurent pas d'autre limite que celle des besoins, alors qu'on avait redouté, dans les dernières semaines de 1916, et les premiers mois de 1917, une autre éventualité. Le cours du dollar sur le marché de Paris était, le 31 mars 1917, de 5,81 à 5,86, et celui de la livre sterling de 27,76 à 27,81 ; le 7 avril, le chèque sur Londres se négociait à 27,44-27,50, et le câble transfert sur New-York à 574-579. Le 30 juin, Londres était à 27,14-27,18 et New-York à 567-572, et c'est à ce niveau que se stabilisèrent les cours

pendant les six derniers mois de l'année. Ainsi la baisse du dollar à Paris avait eu pour conséquence, grâce à l'interdépendance des trois monnaies, la baisse immédiate de la livre sterling.

Les nouveaux Accords franco-anglais.

Il va sans dire que ces nouveaux arrangements entraînaient de grands avantages pour la Grande-Bretagne, qui cessait d'être notre fournisseur de change américain, et qui obtenait de larges crédits sur New-York pour satisfaire à ses besoins personnels. Il n'y avait plus de raison pour que la France fit des envois d'or à la Banque d'Angleterre, l'accord franco-anglais du 29 mai 1917, complété le 30 juin 1917, dont l'analyse a été donnée dans un autre chapitre, liquida la situation passée et inaugura un nouveau modus vivendi pour l'avenir. Sur la base de ces nouvelles stipulations, les relations commerciales entre la France et l'Angleterre purent suivre leurs cours sans altérer les valeurs réciproques du franc et de la livre qui, ainsi que cela a été indiqué plus haut, demeurèrent stationnaires pendant tout le second semestre 1917, à des taux représentant, pour le franc une perte de 7,65 %, au lieu de la perte de 10,15 % que la cote enregistrait au début de l'année 1917. Grâce à l'exécution de cet accord, la Banque de France qui, du 31 janvier au 31 juillet 1917 avait encore remis à la Banque d'Angleterre pour 302.640.000 francs de Bons du Trésor français, cessa complètement ces remises — de même que ses envois d'or — tandis que le compte des Bons remis par le Gouverne-

ment français à la Trésorerie britannique s'accroissait et se développait très largement passant de 3.707.762.000 francs au 31 janvier 1917 à 7.897.217.000 francs au 22 décembre de la même année. Les bons remis à la Trésorerie britannique exigeaient un intérêt de 5,50 et de 6 %, tandis que les Bons escomptés par la Banque d'Angleterre à la Banque de France coûtaient au Trésor 7 % d'intérêts. Le total de ces derniers au 22 décembre 1917 était de 72.000.000 de livres sterling, soit 1 milliard 815.840.000 francs. L'échéance de ces deux sortes d'engagements était reportée à la fin des hostilités, tandis qu'au contraire les Bons émis dans le public anglais avaient tous les caractères des Bons du Trésor ordinaire : leur total au 31 décembre 1917 représentait 10 millions de livres sterling, soit 252.200.000 francs.

Les accords financiers franco-anglais se doublèrent le 24 août 1917, d'accords économiques extrêmement importants, concernant les prohibitions d'entrée. Ce sont autant d'éléments importants de la politique solidaire avec les Etats-Unis qu'il importe de rappeler sans qu'on puisse toutefois les étudier en détail, ce qui serait hors de notre sujet. Il nous faut au contraire indiquer les conséquences de la réglementation du commerce du change, qui a permis à toutes les mesures antérieures de produire leur plein effet. La politique financière de la France à l'extérieur, d'avril à décembre 1917, eut à enregistrer, comme cela se dégage des pages qui précèdent, de nombreux et importants résultats, en ce qui regarde les relations de la France avec la Grande-Bretagne et l'Amérique. Il fut possible d'obtenir aussi une aide financière de notre allié d'Extrême-Orient, le Japon. Les achats de la France au Japon, très ralentis pendant les deux premières années de la guerre, avaient, en 1917, repris une activité supé-

rieure à celle de 1913, et pour le premier semestre de 1917, le Japon exporta en France pour 35.834.000 yens, soit, à la parité de 2 fr. 59, près de 94 millions de francs. La France émit au Japon au cours du deuxième trimestre de 1917, des Bons du Trésor qui, au 31 août 1917, atteignaient la somme de 23 millions de francs (22.944.000 francs) et un emprunt qui produisit 129 millions de francs. Dans les mois qui suivirent, le Japon souscrivit encore pour 44.760.000 francs de Bons du Trésor français.

Au 31 décembre 1917, le total de la dette extérieure de la France s'élevait à 20.441.545.000 francs, dont 9.085.100.000 francs de dette à terme, et 11.346.445.000 francs de dette flottante.

Malheureusement, nous ne disposions pas, sur les places neutres, des moyens d'action que nous donnait, dans nos rapports avec nos alliés, la communauté des armes et des buts, et le cours de notre change sur ces places reflétait uniquement l'état de la balance de nos comptes vis-à-vis d'elles, aggravé même parfois par des mesures opposées à nos intérêts. Voici comment se présente, du 1er janvier au 31 décembre 1917, l'évolution du cours des changes neutres à Paris :

	1er janvier 1917	31 décembre 1917
Danemark	157 1/2 à 161 1/2	183 à 187
Espagne	622 à 628	686 1/2 à 692 1/2
Hollande	236 à 240	247 à 251
Norvège	160 1/2 à 164 1/2	193 à 195
Suède	169 1/2 à 173 1/2	194 à 195
Suisse	115 à 117	129 3/4 à 131 3/4

Cette situation n'était d'ailleurs pas spéciale à la

France, et la livre sterling et le dollar, quoique moins touchés que le franc, suivaient cependant des mouvements parallèles : à la fin du premier semestre 1917, alors que la peseta faisait sur le franc une prime de 35 %, la livre sterling perdait à Madrid 21 %, et le dollar 18 %. C'est alors, devant l'émoi causé dans le public par cette dépréciation sans cesse croissante du franc, qu'on envisagea l'idée d'établir sur le change un certain contrôle, analogue à celui qu'avaient déjà établi chez eux la plupart des pays à change déprécié, comme la Russie et les Empires centraux. Les mesures prises dès le début de 1916 chez nos ennemis ont été exposées dans une autre partie de cette étude. Depuis ce moment-là jusqu'en juillet 1917, des décisions de plus en plus restrictives s'étaient succédées afin de paralyser la baisse : on avait obligé les particuliers à céder à l'Etat leurs devises et tous les moyens de change dont ils pouvaient disposer ; on avait interdit aux commerçants et aux industriels d'effectuer directement aucun règlement à l'étranger et de contracter aucune dette, c'est-à-dire de pratiquer le moindre achat sans autorisation. Enfin on avait exigé d'eux la stipulation de leurs ventes au dehors en monnaie étrangère afin d'avoir du change, et le Gouvernement allemand avait fait vendre sur les marchés de Genève et de Zurich tous les titres réquisitionnés qui pouvaient y être négociés. Malgré ces mesures, le marché de Genève cotait, au 5 juillet 1917, les 100 marks 65 francs et les 100 couronnes 41 fr. 50. En Russie, la Chancellerie des opérations de crédit, créée en 1916 dans le même but, avait multiplié les mesures draconiennes et soumis les remises à l'étranger à des conditions si strictes qu'elle avait rendu le commerce impossible dans la plupart des cas, sans empêcher le rouble de baisser sur toutes les places neutres

et alliées. C'est au mois de juillet 1917 que le Gouvernement français décida d'entrer à son tour dans cette voie en instituant, au Ministère des Finances une Commission extra-parlementaire des changes. Cette Commission, composée, selon l'expression du Ministre des Finances, de compétences professionnelles — fonctionnaires et banquiers — était chargée d'étudier la question du change et de préparer les solutions applicables aux graves problèmes que faisait naître l'affaissement du cours du franc sur les marchés alliés et neutres. Le but de la Commission était ainsi défini : contrôler étroitement nos achats à l'étranger et surveiller notre balance commerciale « de façon que cette balance soit constamment retouchée, au besoin par des interdictions d'importations et aussi par des encouragements à l'exportation », et « étudier tous les moyens propres à sauvegarder la valeur d'échange de la monnaie nationale contre les devises étrangères et à parer aux conséquences financières du déficit de la balance commerciale ». Le premier acte de cette Commission fut la proposition faite au Ministre des Finances d'établir un répertoire des opérations de change, c'est-à-dire de créer l'obligation légale, pour les intermédiaires, de tenir répertoire de toutes les opérations traitées. Les motifs invoqués étaient les écarts sans précédent des changes étrangers, et l'appât exceptionnel qui en résultait pour des spéculations nuisibles à l'intérêt national. Le répertoire avait pour objet de conserver la trace de toutes les opérations effectuées et de permettre un contrôle facile et ininterrompu. La loi du 31 juillet 1917, complétée par deux arrêtés du Ministre des Finances en date du 4 septembre, institua un Répertoire des opérations de change, dont la tenue devenait obligatoire à partir du 6 octobre 1917, pour « toutes les personnes faisant

profession ou commerce de recueillir, acheter ou vendre, négocier, escompter, encaisser ou payer des monnaies ou devises étrangères, coupons, titres d'actions ou d'obligations.... dont le montant ou le prix est payable à l'étranger en monnaies étrangères ou payable en France en monnaie française sur une disposition de l'étranger ou après négociation à l'étranger ». Ce Répertoire devait être communiqué à toute réquisition des agents de l'administration de l'enregistrement, et il était précisé que les renseignements ainsi recueillis ne pourraient pas être utilisés pour l'application d'une loi fiscale quelconque.

La défaveur avec laquelle cette institution fut accueillie dans presque tous les milieux financiers doit s'expliquer sans doute par l'inefficacité apparente des mesures analogues prises par les pays qui nous avaient précédés dans cette voie. On protesta contre cette mesure, qualifiée d'inutile, de policière, et d'attentatoire à la liberté des transactions. Il semble bien, cependant, que ces protestations fussent inspirées par une fausse conception des droits et des devoirs de l'Etat en temps de guerre. Le droit de contrôle de l'Etat sur les exportations de toute nature a toujours été admis ; l'argent est une marchandise de guerre peut-être plus importante qu'aucune autre. Pourquoi alors contester le droit de contrôle des virements de fonds, tandis que ce droit est exercé sans difficulté sur les objets fabriqués de toute nature ? L'Etat ayant le droit, et même le devoir, de se préoccuper des changes sur l'étranger, d'en vérifier la sincérité et de s'opposer à toute manœuvre qui pourrait être fâcheuse pour son crédit, le répertoire est le meilleur moyen, et, à vrai dire, presque le seul, d'exercer utilement ce contrôle nécessaire. L'Etat ne peut pas avoir la prétention de ramener, au moyen de cette mesure, les changes à un

niveau favorable : chacun sait que la spéculation ne peut provoquer dans les cotes que des variations de peu de durée et de peu d'importance, comparativement aux dénivellations énormes de change qu'ont fait naître les déficits des balances commerciales des belligérants. Mais il n'en est que plus nécessaire de surveiller les cours afin d'éviter, si possible à un commerce d'importation durement éprouvé, des fluctuations toujours nuisibles, et un accroissement de changes. C'est à ce but que tendait l'établissement du répertoire des opérations de change, et nul ne peut dire qu'il ne l'ait pas atteint. Enfin, il est strictement logique d'admettre que, puisqu'on reconnaît à l'Etat le devoir de procurer au marché des disponibilités sur l'étranger au moyen de conventions d'ouvertures de crédits et d'accords de diverses natures, on doit lui reconnaître aussi, par voie de conséquence, le droit de contrôler l'emploi d'un change qu'il achète à des conditions onéreuses et dont l'affectation à des règlements d'importation intéresse le pays tout entier.

Cette réglementation eut pour conséquence de décharger la Banque de France non pas de son concours matériel aux opérations de change, mais du souci moral de la direction du marché, sur lequel, pendant de longs mois, elle avait représenté le seul élément régulateur, par les justifications qu'elle exigeait avec raison des acheteurs de change et par les procédés ingénieux qu'elle sut employer, notamment en avril 1917, pour contrecarrer — en précipitant ou ralentissant ses offres et en se concertant avec la Banque d'Angleterre — les tentatives de la spéculation. Dans la seule année 1917, les ventes de changes faites par la Banque de France atteignirent près de 6 milliards de francs, dont la plus grande partie lui avait été fournie par le Trésor sur les avances

à lui consenties par les Trésoreries d'Angleterre et des Etats-Unis.

Au 31 décembre 1917, malgré l'élévation inquiétante du cours des devises neutres, la situation était cependant, grâce à l'habile politique de l'or et du change qui avait été suivie, beaucoup plus claire et plus favorable pour nous qu'elle ne l'avait jamais été, puisque nous avions acquis la certitude de trouver en Angleterre et aux Etats-Unis tous les crédits nécessaires à la continuation et à l'achèvement de la lutte, et de maintenir à un niveau constant les valeurs du franc, de la livre et du dollar.

Le Change en Livres et en Dollars de Janvier à Août 1918

L'intervention des Etats-Unis dans la guerre, et la libéralité avec laquelle la Trésorerie américaine était venue en aide aux nations de l'Entente, avaient singulièrement simplifié un problème qui, sans cet appoint, eût risqué de devenir insoluble. La France, en particulier, grâce aux crédits que le Gouvernement américain lui avait ouverts, se trouvait délivrée pour l'avenir du souci de rechercher, sur le marché de New-York, des disponibilités qui lui coûtaient fort cher. D'autre part, les accords d'août 1917, en lui procurant d'importantes facilités pour le règlement de ses achats à Londres, et en l'exonérant de l'obligation d'envoyer de l'or à la Banque d'Angleterre, avaient considérablement allégé sa situation, de sorte qu'elle pouvait procéder librement à tous les achats nécessités par la Défense nationale, sans craindre de manquer

de couverture. Ainsi, sur les deux grandes places anglo-saxonnes qui étaient aussi nos principales places créancières, le franc devait, à l'avenir, conserver une valeur constante, puisque le règlement définitif des nouveaux achats effectués chaque jour était reporté jusqu'après la fin des hostilités. C'est ainsi que les choses se passèrent en effet, et l'on doit, en ce qui regarde les changes anglo-saxons, diviser la période janvier-novembre 1918 en deux parties bien distinctes : de janvier au début d'août, la livre et le dollar restent à Paris au même niveau de change ; d'août à novembre, les cours de ces deux monnaies baissent régulièrement. Au début de l'année 1918, la livre sterling et le dollar se négociaient à Paris aux cours respectifs de 27,13 à 27,18 et 5,67 à 5,72 1/2. Du 1er janvier au 8 août 1918, ces cours demeurèrent stationnaires et ne furent nullement affectés par les achats importants faits par le Gouvernement, l'industrie et le commerce français, sur les places de Londres et de New-York. Conformément aux arrangements antérieurs, le Gouvernement français continua, en 1918, à remettre à la Trésorerie britannique des Bons du Trésor, garantissant des ouvertures de crédit : du 1er janvier au 31 décembre 1918, les bons remis à ce titre s'élevèrent à la somme modique de 521.672.000 francs. Durant toute l'année, les chiffres des Bons du Trésor remis à la Banque d'Angleterre par la Banque de France, ou émis dans le public par la Banque d'Angleterre agissant pour le compte du gouvernement français, restèrent complètement stationnaires, il ne fut procédé qu'à des renouvellements. Il ne faut pas oublier, d'ailleurs, que la reprise sur une plus vaste échelle des échanges commerciaux entre les deux pays, et la présence sur le territoire français d'un corps expéditionnaire britannique nombreux,

donnaient à la France des moyens de règlement sur Londres préférables de beaucoup à n'importe quel procédé de crédit. Sur la place de New-York, dans le courant de 1918, on assista au développement régulier du compte des avances de la Trésorerie américaine au Gouvernement français : ce compte qui, au 31 décembre 1917, était égal à 1.285 millions de dollars, soit 6.656.300.000 francs, s'élevait, au 31 décembre 1918, à 2.180 millions de dollars, soit 11.292.400.000 francs, ce qui représentait, pour l'année une augmentation de 895 millions de dollars, soit 4.636.100.000 francs. Du mois de janvier au mois d'août, aucun changement n'apparut dans les rapports financiers franco-américains, et la cote resta complètement stationnaire : on doit signaler cependant que les dépenses faites en France par les membres du corps expéditionnaire américain pour leur compte privé nous fournissaient des moyens de compensation sans cesse plus considérables pour celles de nos dettes qui étaient immédiatement exigibles aux Etats-Unis, et qu'on s'approchait chaque jour d'un état d'équilibre — essentiellement temporaire d'ailleurs — qui trouva son expression à partir du mois d'août, au moment même où une brusque modification dans la tournure de la guerre allait provoquer la hausse du franc sur toutes les places alliées ou neutres.

Les Effets des Exportations d'Or sur les Changes neutres à Paris de Janvier à Août 1918

Si le maintien à un niveau constant des cours de la livre et du dollar apparaît ainsi comme ayant été relativement facile de janvier à août 1918, malgré de gros achats à l'extérieur, au contraire le cours des monnaies neutres à Paris s'aggrava fortement pendant cette même période et suscita des efforts pénibles qui n'aboutirent pas toujours à des résultats décisifs. De même qu'en ce qui concerne le change en livres et le change en dollars, les onze premiers mois de 1918, au point de vue des changes neutres, se partagent en deux périodes bien distinctes. Dans la première période, qui va du 1er janvier à la fin de juillet, le mouvement de hausse inauguré en mars 1915, continue régulièrement sur toutes les devises — sauf, on l'a vu, sur les devises en dollars et en livres sterling, qui sont contenues par des accords spéciaux. A partir du début d'août, la perspective d'une issue de la guerre plus prompte qu'on ne l'avait attendue exerce une influence considérable sur le cours des monnaies étrangères, qui baissent toutes relativement au franc, et malgré des réactions et des fluctuations imputables à des causes particulières, la cote, au 11 novembre, enregistre une prime des principales monnaies alliées et neutres sur le franc, baucoup plus faible que pendant la plus grande partie de la guerre.

Il est nécessaire d'examiner tout d'abord la période qui va du mois de janvier au mois d'août, et d'indiquer

sous quelles influences le cours des changes a évolué de l'une à l'autre de ces dates. La cote des changes à Paris indiquait respectivement, le 3 janvier et le 19 juillet 1918, les cours suivants :

	Paris, 3 janvier	Paris, 18 juillet
Danemark	173 à 177	177 1/2 à 181 1/2
Italie	67 à 69	62 à 64
Espagne	693 1/2 à 699 1/2	156 à 158
Hollande	245 à 249	293 1/2 à 297 1/2
Norvège	187 à 191	179 à 183
Suède	190 à 194	202 à 206
Suisse	128 1/4 à 130 1/4	143 1/2 à 145 1/2

Il y a lieu de n'indiquer que pour mémoire le change en dollars et le change en livres sterling, tous les deux immuables à 27,13-27,18 et 567 1/2-572 1/2, bien que, sur le marché libre, ils eussent des cours légèrement supérieurs.

Cette hausse continue sur tous les marchés, a, d'une manière générale, la même cause que durant les années précédentes : c'est le déficit de la balance commerciale qui est le premier et le principal facteur de la dépréciation du franc. Les moyens de compensation faisaient presque entièrement défaut pour les pays neutres, la France ayant rapatrié dans ces pays toutes les valeurs qu'elle avait pu obtenir de ses nationaux.

On peut se demander pourquoi on n'essaya pas, auprès des pays neutres, de la même politique qui avait complètement réussi auprès des Etats-Unis et de la Grande-Bretagne. Assurément, l'action gouvernementale se trouvait grandement facilitée à Londres et à New-York, par

suite de l'alliance militaire et financière, et de la communauté des intérêts. Il ne fallait pas s'attendre à trouver sur les marchés neutres la même complaisance et le même désir d'arriver à une entente que sur les places alliées. Toutefois, il semble bien que le Gouvernement ait trop négligé, au cours de la guerre, de s'assurer, sur les places neutres, des moyens de règlement qu'on ne lui aurait pas refusés, au moins dans la plupart des cas, s'il avait su s'entendre avec la haute finance de ces pays. Il eut mieux valu accepter des conditions de crédit onéreuses que de permettre à certaines monnaies étrangères de faire sur le franc des primes de 45 et de 58 %. Au cours de 1918, on a essayé de prendre des mesures de ce genre mais trop tard, et dans une trop faible mesure pour que les résultats enregistrés fussent fort encourageants.

Les fluctuations du change espagnol pendant la guerre sont instructives à ce point de vue, et il importe de les retracer brièvement pour bien comprendre les modifications qui se sont produites sur cette cote en 1918. Ce n'est pas ici le lieu de rappeler l'histoire mouvementée des finances espagnoles au cours du XIX^{e} siècle. Il suffit d'indiquer que la peseta, qui, au pair, vaut 1 franc, avait subi, pendant les vingt-cinq années qui ont précédé la guerre, une dépréciation qui, à certains moments, — notamment lors de la guerre hispano-américaine — avait dépassé 50 %. Le mauvais régime monétaire du pays était la principale cause de cette situation. Bien que les efforts du Gouvernement espagnol eussent amené, depuis 1912, une amélioration notable du change, la piastre, au début de 1914, n'était cotée à Paris que 4 fr. 83. Mais dès avril 1915, l'équivalence était rétablie, et dès lors, on assistait à une hausse incessante de la piastre espagnole sur tous les marchés alliés, et même sur les marchés neu-

tres, au point qu'un grand organe financier suisse la proclamait, en juillet 1918, la reine des monnaies. Les causes de cet essor sont très diverses : la plus importante est la modification profonde qui s'est produite depuis la guerre, dans les échanges commerciaux de l'Espagne, modification qui a déjà été indiquée dans une autre partie de cette étude. L'Espagne, importatrice de produits fabriqués, et d'objets de luxe, est exportatrice de céréales, de vins, de minerais. La guerre, en réduisant la production des pays vendeurs, l'a obligée à restreindre ses importations, tandis que les principales nations de l'Europe augmentaient, autant que cela leur était possible, leurs achats en Espagne. De 1914 à 1917, la balance du commerce extérieur, non compris les mouvements d'or en faveur de l'Espagne, a atteint 1.100 millions — prix d'avant-guerre — auxquels il faudrait encore ajouter le prix des transports maritimes effectués pour des tiers et les remises des nombreux ouvriers espagnols employés à l'étranger, et principalement en France. Il n'y a donc pas à s'étonner de ce que la peseta ait régulièrement fait prime sur le franc. En outre, durant les deux premières années de la guerre, une autre cause a agi dans le même sens. La question du change en livres et en dollars était — à juste titre — au premier plan des préoccupations du Gouvernement français. Aussi, afin de se procurer sur New-York les moyens de règlement qui faisaient défaut, les arbitragistes effectuaient-ils à Madrid d'importants achats de dollars. L'Espagne, habituellement pauvre en dollars, se trouvait à ce moment-là posséder une quantité assez considérable, les Allemands des Etats-Unis craignant l'intervention de ces derniers dans la guerre et ayant transféré en pays neutres d'assez nombreux capitaux : or, ne trouvant pas facilement des pesetas sur le marché

de New-York, ces capitalistes priaient les banquiers espagnols de tirer en dollars sur des banques américaines et de porter le produit de la négociation de ces traites au crédit de leur compte. Ce sont ces remises que les Alliés absorbaient sur les marchés de la Péninsule. Enfin les alliés débiteurs de l'Espagne firent, dans ce pays des envois d'or qui, au 7 septembre 1918, dépassaient 1.709 millions de pesetas, et le stock de la Banque d'Espagne s'accrut d'autant, ce qui donna à la peseta, sur tous les marchés du monde, une nouvelle fermeté. Telles étaient les causes naturelles de l'élévation du change espagnol à Paris. Mais l'action occulte de nos ennemis à Madrid, où leurs agents commerciaux trouvaient un concours dévoué auprès de certaines banques, aggravait la cote hors des proportions normales et faisait obstacle au rétablissement d'un état de choses conforme aux conditions légitimes du marché. Qu'a-t-on fait pour remédier à cette situation ? Pendant trois ans, on n'a presque rien fait. Il n'y a pas eu de politique du change espagnol, comme il y avait une politique de la livre et du dollar. On a envoyé de l'or : mais l'or qu'on exporte comme une marchandise, au moyen duquel on n'essaie pas de gager des crédits, est complètement impuissant à rétablir une balance des comptes, lorsque les différences sont considérables. Et la France qui, pour la question de l'or, était étroitement liée à l'Angleterre, ne pouvait pas procéder à des envois importants à Madrid. On a procédé ensuite au rapatriement des valeurs espagnoles, principalement de la Rente extérieure et des chemins de fer. Il eut peut-être été possible d'affecter ces valeurs à la garantie des comptes d'avances, bien que les Espagnols eussent quelque répugnance à faire des placements à l'étranger. On s'est heurté à des obstacles et l'on n'a pas insisté. Au 10 juin 1918, sur

un total de 1 milliard de Rente Extérieure circulant à l'étranger, 117 millions avaient été convertis en Rente Intérieure, et 460 millions avaient été domiciliés en Espagne : cette opération, due presque entièrement à l'initiative privée, était favorable à la fois aux porteurs français, aux acheteurs espagnols et à la bonne tenue du franc. Les porteurs français y trouvaient la possibilité de se défaire de leurs valeurs à des cours qu'ils n'auraient jamais pu pratiquer auparavant ; les acheteurs espagnols bénéficiaient de la prime du change et, en outre, de la prime de 10 % accordée aux sujets espagnols pour les conversions de Rente Extérieure en Rente Intérieure ; enfin, le change français profitait de ces opérations qui se manifestaient par des ventes de pesetas à Paris et des achats de francs à Madrid.

Il fallut cependant attendre jusqu'au milieu du mois de juin pour voir apparaître la première tentative du Gouvernement français en vue de stabiliser le cours du franc à Madrid : à ce moment-là, la peseta faisait sur le franc une prime de 20 %, et les journaux ibériques constataient, avec quelque orgueil, que la monnaie espagnole était la plus chère du monde, puisqu'elle faisait prime même sur le dollar américain, qui était coté à Madrid au-dessous de cinq pesetas. Le projet de crédit franco-espagnol de juin 1916, dans ses grandes lignes, contenait les stipulations suivantes : un syndicat de banquiers espagnols achetait ferme au Gouvernement français des actions et obligations de chemins de fer espagnols jusqu'à concurrence de 200 millions, en se réservant l'option de continuer l'opération pour une quantité plus importante, s'il y avait lieu. Les fonds en pesetas provenant de cette vente devaient être mis à la disposition du Gouvernement français pour le paiement de ses achats en Espa-

gne. La commission réservée au syndicat était de 2 %. On avait proposé tout d'abord de remettre au syndicat les titres en garantie d'avances, au lieu de les lui vendre, et de faire figurer parmi ces titres la Rente Extérieure. Cet accord eût pu avoir de bons effets, mais les négociations, au moment où elles semblaient presque achevées, furent interrompues, et il fallut en revenir aux expédients. C'est seulement dans le courant de l'année 1917 que le premier crédit espagnol au Gouvernement français put être effectué, et, pour une somme de 80 millions de pesetas, soit, à cette époque, 104 millions de francs.

Il fallut attendre jusqu'au mois de mars 1918 pour voir se dessiner les bases d'une entente entre la France et l'Espagne. L'accord financier se doubla d'un accord commercial et d'autorisations réciproques d'exportation. Le Gouvernement espagnol autorisait la formation d'un consortium de banquiers pour ouvrir à la France avec le concours d'un consortium de banquiers français, un crédit mensuel de 35 millions, fondé sur un système de lettres de change tirées par les banquiers français sur les banquiers espagnols. En garantie, la France faisait un dépôt d'obligations du Trésor français représentant 50 % du montant des lettres de change. L'accord fut conclu le 7 mars pour une durée de 10 mois et devait expirer le 31 décembre 1918. Le crédit total accordé était donc de 350 millions. Le papier devait être tiré à trois mois avec possibilité de dix-sept renouvellements. Le prix de l'intérêt et de la commission était fixé au taux élevé de 7 %. Par la convention commerciale, la France autorisait l'exportation en Espagne de certaines quantités de houille, de goudron, de phosphates de chaux, de matériel électrique, métallurgique, etc., et l'Espagne autorisait l'importation en France d'un

grand nombre de denrées alimentaires, d'objets manufacturés d'acier et de fer, de minerais de toutes sortes. La conclusion de cet accord excita de grandes colères chez nos ennemis, qui mirent tout en œuvre pour l'empêcher. Ils essayèrent d'abord de mettre obstacle à la constitution du consortium espagnol : le Cabinet de Madrid intervint, et, en donnant à la Banque d'Espagne la garantie de l'Etat, décida les hésitants. Mais, en fait, la piastre qui, le 5 mars, était à 7,01, montait, le 24 avril, veille de la signature de la convention, à 7,80, et se maintenait, le 1er mai, à 7,81. Nos adversaires se rabattaient ensuite sur les viticulteurs. La convention réglait le prix et les quantités de vins espagnols qui pouvaient être introduits en France : perfidement, on représenta aux intéressés qu'ils étaient lésés, et il s'ensuivit une agitation qui, bien qu'un peu factice, fit monter la piastre au cours inouï de 8,05.

Devant l'énergique attitude des deux Gouvernements, tout obstacle disparut : mais nos ennemis eurent recours à un expédient désespéré, et peu de jours après, on annonça que les agents commerciaux allemands s'employaient, avec le concours des banques affiliées, à acheter en Espagne, légumes, minerais, objets fabriqués, et, ne pouvant transporter chez eux ces marchandises, prétendaient constituer des stocks pour l'après-guerre — vaine menace, que l'insuffisance de crédit ne devait pas leur permettre de réaliser. En fait, leur but était d'entraver, autant que possible, le ravitaillement de la France par l'Espagne. Ne pouvant utiliser leurs sous-marins, ils poussaient à l'exagération du change, qui, en majorant les prix de 61 %, menaçait de paralyser nos achats.

On avait espéré que cette convention de mars 1918 exercerait immédiatement une influence régulatrice sur le cours de la peseta et permettrait, selon l'expression de

notre ambassadeur à Madrid, de « remonter le courant ». Il fallut abandonner ces illusions : du 9 mars au 30 mai, la piastre monta à Paris de 6,99 à 8,12. A partir de ce moment-là, le jeu des crédits et les envois d'or des alliés la ramenèrent à 7,97 ½ le 27 juin, et 7,80-7,90 le 18 juillet. Cette détente — qui devait être de courte durée — n'en laissait pas moins substituer une prime de 56 à 58 % de la peseta par rapport au franc.

Après la conclusion de l'opération de crédit franco-espagnole, l'Angleterre parvint à se faire ouvrir des crédits dans la Péninsule, et enfin, en août 1918, les Etats-Unis suivirent cet exemple.

De tout ce qui précède, on peut tirer les conclusions suivantes : la stabilisation du cours de la peseta pendant la guerre présentait des difficultés toutes particulières, par suite de l'état d'une partie importante de l'opinion espagnole. Pour réussir, il eût fallu d'abord viser le but de très bonne heure, sans attendre que les marchés se fussent adaptés à une situation anormale ; il eût fallu ensuite ménager et éclairer, par tous les moyens convenables, les milieux financiers espagnols, et ne pas négliger une propagande dont nos ennemis avaient su reconnaître la valeur. Enfin, une action soutenue et coordonnée entre la France, l'Angleterre et les Etats-Unis, agissant de concert sur ce terrain comme sur tous les autres, eût achevé de nous mettre à même d'obtenir le résultat désiré. Manque de décision, manque de diplomatie, dispersion des efforts, telles sont les fautes qui ont permis à la peseta de devenir momentanément « la reine des monnaies », et qui ont rendu si onéreux les achats que nous étions obligés de faire en Espagne. Cette politique ne nous a pas seulement privés de sommes importantes, elle nous a aussi fait perdre un précieux prestige moral.

On pourrait faire des constatations analogues en ce qui concerne tous les changes étrangers, sauf, bien entendu, le change en livres sterling et en dollars. En réalité, la politique cambiste du gouvernement s'est bornée à l'amélioration de ces deux dernières devises, et l'importance de ce problème semble lui avoir dissimulé pendant longtemps l'intérêt qu'il y avait à soutenir toutes les monnaies de la cote. Assurément, l'importance des achats pour le compte du Gouvernement en Hollande, en Suède ou en Suisse, ne peut se comparer avec l'énorme demande que la France était obligée de faire en Angleterre et aux Etats-Unis. Ces achats étaient cependant considérables, relativement à leur chiffre du temps de paix, et une meilleure tenue du franc sur ces marchés aurait eu pour conséquence de notables économies. Mais une considération surtout aurait dû commander une action gouvernementale énergique et suivie : c'est que le relèvement économique et financier de la France dans les années d'après-guerre, devait être d'autant plus lent et d'autant plus pénible que les changes étrangers seraient plus défavorables. Il ne fallait donc négliger aucun moyen de diminuer, dans la limite du possible, une dépréciation que tant d'autres causes contribuaient à aggraver, et si les mesures nécessaires avaient été prises assez tôt, on aurait pu contenir dans de plus justes proportions, après l'armistice, cet alourdissement de presque toute la cote, qui pèse si fâcheusement sur nos échanges extérieurs.

C'est seulement vers la fin de l'année 1917, et dans le cours de l'année 1918, que le Gouverenement français commença à poursuivre une politique plus générale d'ouvertures de crédits. Il s'intéressa d'abord à la Suisse où il avait déjà obtenu de la Banque de Fribourg un crédit de 2.700.000 francs : un accord du 19 septembre 1917

ouvrit à la France un crédit de 37.500.000 francs. Par un nouvel arrangement signé le 29 décembre de la même année, la Suisse accordait à la France un crédit de 100 millions de francs. Ces crédits n'empêchèrent pas le franc français à Genève d'accentuer sa chute régulière : du 1er janvier au 30 juin 1918, il perdit 8 % de plus, passant de 22 à 30 au-dessous du pair. Le déséquilibre de la balance des comptes était trop accusé pour que d'aussi faibles crédits pussent remplacer en Suisse les moyens de compensation dont nous privait la restriction volontaire de nos exportations dans ce pays.

De même quelques ouvertures de crédit furent obtenues sur d'autres places, mais toujours pour des chiffres très bas : ainsi en Suède — où la situation du change français présentait plus d'une analogie avec la situation en Espagne — un crédit de 40 millions de kroners fut ouvert au Gouvernement français. De même la Norwège nous consentit un crédit de 50 millions de kroners. La République Argentine nous ouvrit un crédit de 100 millions de pesos ; vers le milieu de janvier 1918, un intéressant arrangement intervint entre ce dernier pays et l'Angleterre : le Gouvernement argentin mettait à la disposition de la Grande-Bretagne et de ses alliés un crédit de 200 millions de dollars, soit 40 millions de livres sterling, soit 1 milliard 36 millions de francs, à 5 % pour deux ans. Ce crédit devait être utilisé en premier lieu pour la couverture des achats de céréales faits en Argentine par les Alliés. L'amortissement devait s'opérer graduellement par voie de contre-partie provenant des coupons de titres des emprunts argentins entre les mains des Alliés, ainsi que du remboursement de certaines des émissions négociées à Londres par l'entremise de la maison Baring. Le déséquilibre du change français sur les places neutres était trop

accentué pour que les tardives conventions qui viennent d'être examinées pussent l'enrayer notablement. C'est pourquoi, à la fin de juillet 1918, et malgré les accords récents, les changes neutres nous étaient plus que jamais défavorables.

Au 20 juillet 1918, la situation des changes étrangers à Paris étaient donc extrêmement défavorable, sauf en ce qui regarde la lire, qui, de toutes les monnaies des grandes nations alliées, était de beaucoup la plus mal cotée. C'est à peu près à ce moment-là que naquit l'idée d'un bureau inter-allié des changes, dont la création semblait d'autant plus opportune que le contrôle, et même le monopole du change, n'avaient paru bien efficace dans aucun des pays belligérants. L'Italie, que la dépréciation de son change sur les places alliées mettait dans de graves embarras — bien qu'elle eût obtenu à diverses reprises des crédits, et qu'un accord fût encore intervenu entre son Gouvernement et le Gouvernement français en juillet 1918, afin de tenter par une ouverture de crédits, de soutenir le cours de la lire — fut la première à proposer « l'unité de front économique », dont ses financiers envisageaient la réalisation, soit par la mise en commun de toutes les disponibilités de l'Entente, soit par la création d'un « bureau interallié » qui devait avoir pour but soit d'émettre un billet de banque international ayant cours entre les pays alliés, soit de centraliser les devises interalliées, de les répartir et d'en fixer les cours. Sous chacune de ces formes, cette proposition était impraticable : le billet de banque international, loin d'améliorer les changes, n'aurait fait que rendre leur situation plus périlleuse, et la création d'un Central des Devises Alliées n'aurait en rien résolu le problème : ce bureau, comme les organismes particuliers qu'il aurait eu pour mission de

remplacer, eût été acculé, en cas de pénurie de certaines devises, à fixer de hauts cours où à se faire ouvrir des crédits, qu'il n'aurait sans doute pas obtenus plus facilement que les Gouvernements intéressés.

Enfin, comme on le fit très justement remarquer en France, « des pays de régime politique divers, de monnaies différentes, de forces financières inégales ne peuvent opérer une fusion financière... et des Etats, pliant sous le fardeau de la guerre, ne peuvent prendre à leur compte les dettes de leurs partenaires ou même simplement assumer les risques de leurs règlements ». (1)

En juillet 1918, une proposition semblable quant au but, mais infiniment plus pratique quant aux moyens, fut émise aux Etat-Unis : M. Fredrick, membre de la Commission des Finances au Sénat, proposait, pour remédier à la dépréciation du dollar sur les places neutres, qu'un comité composé de représentants de toutes les nations alliées organisât le contrôle des importations et des exportations, de façon à éliminer l'achat de tous les produits non essentiels ; ce comité devait prendre en même temps les dispositions nécessaires pour l'ouverture de crédits sur les places neutres. En outre, un syndicat à la tête duquel devaient se trouver les banques nationales de France, d'Angleterre, et d'Italie, le Federal Reserve Board et d'autres institutions de premier ordre des mêmes pays, devait se former pour fournir immédiatement un fonds commun de crédits solidairement garanti et d'au moins 500 millions de dollars. Dans certains pays, comme en Espagne, il aurait pu fournir en couverture des titres des pays neutres dont les Etats-Unis détenaient pour 400 millions de dollars. Cette proposition était extrême-

(1) A. Leseure. Cote de la Bourse. 1916, 10 juillet.

ment intéressante. Elle avait été inspirée à M. Fredrick par la mauvaise tenue du dollar sur les places neutres, et notamment en Suisse. Le 7 septembre 1918, le dollar valait à Genève 4,52. Or, les relations directes des Etats-Unis et de la Suisse ne pouvaient justifier ce cours. Indiscutablement, les Etats-Unis étaient plus vendeurs qu'acheteurs, et sans la solidarité financière qui liait le cours du dollar à celui de la livre sterling, au cours du franc et à celui de la lire, le dollar n'eut pas été à 4,52 mais bien à un cours plus haut que le pair ou très légèrement au-dessous. Seulement, les neutres étaient devenus des vendeurs ayant constamment un solde créditeur sur la plupart des Alliés d'Europe. Il en était ainsi parce qu'avant l'intervention des Etats-Unis, les Alliés achetaient un peu partout pour augmenter la surface de leurs crédits à l'extérieur et aussi pour obtenir le maximum d'approvisionnement en matériel, en munitions et en vivres.

Mais, en septembre 1918, il était facile, par une entente entre les pays alliés, de créer un approvisionnement à peu près complet de tous les objets nécessaires à la guerre. L'Angleterre et la France, par exemple, grâce à l'intensification de la production des hauts fourneaux des Etats-Unis, pouvaient se passer des fontes de Bilbao. Une stricte révision des achats faits par les différents belligérants permettait de substituer au régime jusque là employé, qui plaçait les monnaies des Alliés sous le contrôle des places neutres, un régime d'approvisionnement à peu près exclusivement interallié. Les Alliés auraient eu le bénéfice d'une sorte d'économie intérieure qui eût rapidement renversé la situation. Les neutres seraient devenus les débiteurs de la coalition contre l'Allemagne. La proposition Fredrick eût été rapidement

réalisable : il aurait suffi d'avoir la volonté de se réunir, de s'entendre et de suivre scrupuleusement les décisions de la commission constituée pour diriger les courants d'importation et d'exportation des Alliés. Malheureusement, aucune suite ne fut donnée à ces suggestions : l'amélioration, à partir de la fin de juillet 1918 des changes alliés dépréciés, puis les événements militaires se précipitant, l'effondrement de la puissance allemande, l'armistice, la paix prochaine, détournèrent l'opinion d'un problème que beaucoup croyaient résolu par la victoire. Il faut vivement regretter que la question n'ait pas été poussée davantage, et que, notamment à l'occasion des négociations qui ont précédé la signature du traité de paix, on n'ait pas envisagé une coordination financière entre les Alliés de la veille, rivaux économiques de demain, et jeté les bases d'une stabilisation du change interallié par une entente qui durerait jusqu'au moment où l'amélioration des balances extérieures et des circulations fiduciaires pourrait permettre à chaque nation d'en revenir à l'individualisme financier intégral. Il fallait prévoir en effet que, dès la fin de la guerre, le régime des règlements internationaux perdrait le caractère artificiel qu'il avait eu durant les hostilités par suite du mécanisme des ouvertures de crédit et des avances des Etats étrangers : en temps normal, chaque producteur entend faire du commerce, c'est-à-dire vendre de la marchandise contre de la marchandise, ou recevoir de l'argent. Faudra-t-il, ce jour-là, régler nos achats à l'étranger en offrant la seule monnaie que nous ayons en abondance, nos billets de banque ? Mais cet instrument monétaire ne se trouvera-t-il pas déprécié, ce qui aggravera encore le change défavorable, pour le plus grand détriment de notre industrie et de notre commerce ? Le cours

du change n'étant plus fonction d'intérêts politiques, le pays qui aura les cours les moins défavorables possèdera une prime à la fabrication par rapport à ses rivaux. La nation qui doit filer du coton, préparer ou tisser les laines de l'Amérique ou de l'Australie, et qui aura un change au pair ou voisin du pair, fabriquera à 15,20 % et peut-être au-delà, meilleur marché que des concurrents qui auraient des changes dépréciés. C'est pourquoi il faut déplorer que l'on se soit détourné d'une question si importante pour l'avenir du pays, et que la fragile amélioration des changes, survenue dès le mois d'août 1918, ait pu faire illusion à des esprits sérieux.

A partir du 18 juillet 1918, une certaine tendance à la baisse commença à apparaître sur le marché des changes : l'Espagne fut la première à donner le signal ; le 8 août la livre et le dollar abandonnèrent leurs cours immuables et baissèrent de plusieurs points. En ce qui concerne cette dernière monnaie, la baisse provenait en partie d'une curieuse modification qui s'était lentement produite dans les rapports de change entre la France et les Etats-Unis. On sait que, par suite des arrangements pris, aucune dette de la France dans ce pays n'était exigible avant la période qui suivrait la cessation des hostilités : c'est pour cela que le change demeurait au même niveau, le poids des achats quotidiens pour compte français ne pouvant plus l'affecter. Mais pendant ce temps, les troupes américaines débarquaient de plus en plus nombreuses : de 12.000 hommes, en juin 1917, le chiffre mensuel des débarquements passait à 47.000 en janvier 1918, 83.000 en mars, 117.000 en avril, 244.000 en mai, 276.000 en juin, soit un total de plus d'un million de soldats. Il fallait que le Gouvernement américain prit des dispositions pour assurer à ses troupes et à ses four-

nisseurs français de matériel de guerre, le paiement *en francs* de leur solde et de leurs livraisons. Pour cela, il aurait fallu acheter des francs sur place et nous les envoyer, mais vu l'importance des sommes en jeu, on ne pouvait trouver à New-York du papier sur Paris en quantité suffisante, parce que les dettes immédiatement exigibles de la France aux Etats-Unis n'étaient plus assez considérables pour compenser les sommes que les Etats-Unis devaient envoyer en France : il restait un reliquat non compensé. En présence de cette difficulté, des conversations furent engagées entre le Gouvernement américain et le Gouvernement français, et l'on aboutit à l'opération de crédit des premiers jours de septembre 1918. Le 5 septembre 1918, le bilan de la Banque de France parut avec une rubrique nouvelle à l'actif : avoir en compte à la Trésorerie des Etats-Unis. Une note du Ministre des Finances, communiquée le 4 septembre, expliquait que la présence en France d'armées américaines de plus en plus nombreuses avait conduit le Gouvernement français à engager une conversation avec le Gouvernement des Etats-Unis. Aussitôt, et avant même que les pourparlers fussent conclus, la Trésorerie fédérale venait de mettre un crédit spécial de 100 millions de dollars à la disposition du Trésor français, qui l'avait immédiatement transféré à la Banque de France sur la base de la parité métallique, en atténuation des avances consenties par l'Institut d'émission à l'Etat. La Banque ne devait pas profiter du bénéfice du change, et s'engageait à créditer le Trésor de la différence entre la parité métallique et le cours auquel elle aurait rétrocédé les dollars à sa clientèle. De la sorte, le compte des avances de la Banque à l'Etat se trouvait immédiatement allégé d'une somme égale à 1 milliard 36 millions. Par suite

de cet accord, le Gouvernement américain effectuait facilement le règlement de ses dépenses en France non compensées : le Trésor français pouvait faire des tirages sur le crédit de 200 millions de dollars qui lui était ouvert aux Etats-Unis, et la négociation de ces traites à Paris devait produire les francs nécessaires. Cependant il n'était pas désirable de voir offrir au marché français une grande quantité de traites en dollars : le change, au 5 septembre, avait déjà fléchi, et allait fléchir de plus en plus chaque semaine sous l'influence des événements militaires. Il était donc préférable pour la France de garder cette créance en portefeuille comme une précieuse réserve pour le jour où le départ des troupes américaines et les nécessités de l'après-guerre risqueraient de faire remonter le cours du dollar. Mais comme le Gouvernement allait avoir à faire de gros paiements pour compte américain, il devait pour cela puïser dans les caisses de la Banque de France, et causer l'accroissement de la circulation fiduciaire : c'est pour pallier dans une certaine mesure à cet inconvénient, que le Trésor français, transféra ce crédit à la Banque, en atténuation de sa propre dette. De la sorte, pour le présent, si le montant de l'actif de la Banque ne variait pas, la composition de cet actif, couverture de la circulation fiduciaire et des comptes-courants, était, comme le faisait remarquer le chroniqueur financier du « Journal des Débats », très favorablement modifiée : à une créance de 1 milliard 36 millions sur l'Etat français, remboursable à une échéance incertaine, mais assurément fort éloignée, on substituait un crédit en compte aux Etats-Unis, qui pouvait être légitimement assimilé à de l'argent liquide : réduction des avances à l'Etat, amélioration du gage de la circulation fiduciaire, tels étaient pour la Banque les heureux résultats de l'opé-

ration. Dans l'avenir, outre la possibilité d'agir sur le cours du change, les ventes de dollars résultant de l'opération devaient avoir pour effet de faire rentrer dans les caisses de la Banque les billets qui en étaient sortis pour le paiement des dettes américaines en France et de diminuer, par conséquent, la circulation fiduciaire.

Les deux Gouvernements venaient ainsi de faire un acte de véritable et féconde solidarité. Le 14 août, la baisse du change ainsi ébauchée sur la livre et le dollar, se généralise et s'étend à toute la cote, sauf sur les devises italiennes, qui montent, et le mouvement s'accentue, à travers maintes fluctuations, pendant les quinze derniers jours du mois et pendant tout le mois de septembre. Au début d'octobre, il se précipite, les cours oscillent, pendant que se déroule l'échange de notes diplomatiques entre les Empires Centraux et le Président Wilson, et, enfin, le 14 novembre, après la conclusion de l'armistice, les cours pratiqués sont les suivants :

Londres	25,95	à	26
Italie	83	à	86
Espagne	107	à	109
Hollande	226	à	230
New-York	542 1/2	à	547 1/2
Norvège	149	à	153
Suède	152	à	156
Suisse	108 3/4	à	110 3/4

Cette hausse générale du franc par rapport aux monnaies alliées et neutres n'avait pas d'autre cause que la contre-offensive victorieuse annoncée le 18 juillet 1918, et qui devait amener la défaite complète de l'ennemi.

A mesure que les événements se déroulaient sur le front

occidental, la cote du crédit des alliés s'améliorait sur les places neutres, et la confiance qu'on accordait à leur monnaie augmentait chaque jour ; les neutres envisageaient déjà la fin des hostilités et le relèvement rapide des nations victorieuses. Mais ce mouvement n'avait aucune autre portée, car il n'avait pas pour fondement principal une modification durable dans les moyens de règlement de la France sur les places extérieures. Nos engagements, vis-à-vis de l'étranger, n'étaient pas réduits, nos achats à l'extérieur n'étaient pas diminués ; il fallait s'attendre à une liquidation plus ou moins prochaine des positions spéculatives créées à la faveur de l'avance des armées alliées. La marche ultérieure des faits a complètement démenti ceux qui avaient voulu voir dans le mouvement d'août-novembre 1918 la fin de la crise des changes provoquée par la guerre ; par contre elle a confirmé les prévisions de ceux qui estiment que, tant que les résultats de la balance commerciale et de la balance des comptes resteront constants, le cours du change ne sera susceptible d'aucune amélioration durable. Dans la période qui s'est écoulée entre l'armistice et la signature de la paix, non seulement le franc a perdu de nouveau sur les places alliées et neutres tous les points qu'il avait regagnés, mais encore il est descendu au niveau le plus bas qu'il ait jamais atteint. La solution du problème ne peut désormais plus être cherchée dans des ouvertures de crédit, encore moins dans des exportations d'or. Ce qu'il faut élaborer, c'est un plan général de restauration financière du monde. L'or sera-t-il nécessaire à la réalisation de ce plan ? C'est ce que l'on essaiera de préciser plus loin.

DEUXIÈME PARTIE

Les Conséquences des Transformations survenues dans la Répartition du Stock Monétaire.

CHAPITRE PREMIER

La Transformation du Marché Américain

Le marché monétaire aux Etats-Unis avant la guerre

Quelle était la situation aux Etats-Unis avant que la guerre européenne n'éclatât et que le système de réserve fédérale ne fut inauguré ?

Aux Etats-Unis, il n'y avait en 1913 ni taux officiel, ni facilités de réescompte, ni marché général du papier commercial (il était interdit aux banques nationales en raison du Bank Act, alors en vigueur, et de son interprétation par la jurisprudence de remettre des acceptations et le billet à ordre était le papier commun en Amérique). Il était extrêmement difficile de négocier le papier local en dehors du district national. Il n'y avait pas d'agence de banques ni d'établissements coopératifs comme dans les autres contrées. On était forcé d'avoir recours à des courtiers (note-brokers) qui prenaient très cher et étaient très lents. Les banquiers et les clients se trouvaient ainsi désavantagés. Le besoin d'une organisation du crédit se faisait sentir d'une façon indiscutable aussi

bien : 1° à l'égard du contrôle des réserves des banques que 2° au point de vue de la fixation des taux d'escompte et 3° de la façon de consentir des prêts. La révision du système d'organisation du Trésor et du sous-Trésor (Sub Tresury) irait de pair avec ces réformes. Ce système, qui datait de 1846, était la source constante de plaintes parce qu'il permettait au gouvernement d'intervenir sur le marché des capitaux et de favoriser indûment, au moyen de dépôts, certaines banques ou certaines localités ; cependant il est de fait que le pouvoir du gouvernement de faire des dépôts a plus d'une fois sauvé le pays d'un manque de capitaux pendant la période de mobilisation des récoltes et qu'en 1907, en déposant 150 millions de francs dans les banques de New-York, le gouvernement a considérablement tempéré les conséquences du krack. La question de l'émission des billets se rattachait à celle de l'élasticité. Les Etats-Unis, depuis que le Japon a abrogé sa loi de 1882, étaient le seul grand pays commercial dont la circulation fut garantie par des titres. Quoique 95 % des affaires en Amérique fussent traitées au moyen d'autres instruments que la monnaie, une réserve élastique de monnaie était d'une grande importance pour un pays qui produit annuellement plus de 40 millions de francs de denrées agricoles, cette réserve est nécessaire pour mobiliser les récoltes.

La rigidité gênante de ce système a été prouvée mainte et mainte fois. Après la cessation des paiements en espèces de 1879, les affaires américaines se sont accrues constamment de 1881 à 1893. A ce moment l'émission des billets a diminué de environ 1.500.000 francs (1 milliard 500 millions), après 1893, la situation devint plus difficile. La circulation des billets augmenta alors d'environ 500.000.000 de francs et les banques étaient encombrées

de monnaie superflue. On constata que les banques pouvaient assurer les besoins de la circulation par les bénéfices qu'elles pouvaient faire en achetant les valeurs publiques requises comme garanties de l'émission. Mais les personnes bien informées étaient d'accord que tôt ou tard la circulation garantie par des titres serait remplacée par une émission de billets couverts par de l'or et du papier commercial, c'est-à-dire par les produits naturels du pays. Une loi de secours en cas d'urgence est le seul effort sérieux concernant la circulation, qui ait été fait pour compléter l'Act de 1862. En 1908, après la panique de l'année précédente le Congrès a voté la loi dénommée « *Aldrich Vreeland Law* », d'après laquelle le Trésor devait tenir à la disposition des banques pour 2.500.000.000 de francs de billets destinés à être émis contre une garantie constituée par des obligations fédérales ou municipales de catégories déterminées et à être retirés de la circulation au moyen d'un impôt progressif. Au mois d'août 1914, l'Aldrich Vreeland Law rendra les plus grands services.

Les défauts du système, très réels au point de vue intérieur, étaient encore plus accusés si l'on étudiait les rapports commerciaux des Etats-Unis avec l'étranger.

Le Bank Act ainsi que nous l'avons montré plus haut, avait été établi à une époque où le commerce avec l'étranger était relativement peu étendu et où l'on ne portait que peu d'attention aux besoins de crédit du commerce maritime. A mesure que l'interdépendance financière des différents pays augmentait, que le commerce étranger et que le surplus des richesses des Etats-Unis s'accroissaient, les lacunes du Bank Act devinrent de plus en plus apparentes. Si les statistiques du commerce et des banques sont fondées, l'ambition manifestée par les Améri-

cains de voir New-York prendre la place de Londres comme centre bancaire du monde pouvait se justifier ; le système bancaire rendait au contraire pareille éventualité complètement impossible. Les Etats-Unis n'avaient pas une pratique suffisante des opérations des banques et ne possédaient pas les rouages nécessaires pour permettre à Wall Street de porter le dixième des fardeaux de Lombard Street, New-York n'était même pas un marché libre de l'or.

Les raisons en étaient données par M. L. J. Laughlin, l'économiste américain bien connu et l'adversaire des méthodes du régime. Il écrivait :

« On a reconnu que notre système bancaire, particulièrement subdivisé et indépendant : 1° ne peut exercer aucune action sur les mouvements d'or internationaux par le changement du taux de l'escompte ; 2° est incapable, aux termes du National Act, de créer des succursales à l'étranger susceptibles de fournir aux exportateurs américains les fonds dont ils ont besoin, dans le but de se plier aux conditions particulières de crédit à l'étranger ; 3° ne peut pas développer avec un succès complet le mécanisme nécessaire pour traiter les opérations de change international ; 4° manque de l'unité de direction nécessaire pour fournir les moyens financiers convenables aux mouvements d'exportation des produits. Actuellement, les Etats-Unis ne sont pas considérés comme un centre financier et industriel tel qu'ils auraient le droit de l'être, en raison du rang qu'ils occupent, grâce à leur richesse. Les entreprises internationales préfèrent établir leur siège central dans des pays dont le système bancaire repose sur des bases plus stables. Elles ne veulent pas encourir les risques d'événements tels que la panique de 1907, la suspension des paiements et les

désordres financiers généraux. Elles trouvent plus avantageux d'opérer sur les places où elles ne craignent pas de pareils dangers inutiles, et où elles sont sûres en même temps de trouver tous les arrangements dont elles ont besoin, en fournissant les garanties convenables et suffisantes. Toutes ces observations élevées contre notre situation sur le marché financier international tendent à éloigner de nos rivages les entreprises que des considérations spéciales n'obligent pas à avoir chez nous le centre de leurs opérations. Nous sommes ainsi privés de bonnes affaires et le marché américain, dans une certaine mesure, se trouve isolé ».

En conséquence des lacunes de ce système, la plus grande partie du commerce américain recevait ses subsides financiers de banquiers étrangers et payait un tribut à ces banquiers. Car d'après le National Bank Act il était interdit, on le sait, aux banques d'accepter des lettres de change à terme. En corrélation avec ce qui est ou était probablement une saine politique au point de vue national, on éprouvait une certaine répugnance à engager ses capitaux dans des opérations à long terme. Le papier courant en Amérique était le billet à ordre direct. Un importateur américain était donc incapable de conclure des arrangements avec son banquier pour accepter d'après les règles courantes à l'étranger le papier à terme tiré sur lui par son vendeur. Deux alternatives s'offraient à lui. Il pouvait faire une remise directe au vendeur à l'étranger s'il possédait les fonds ou pouvait obtenir une avance sur son billet à ordre. Sinon, il était obligé de laisser payer l'expédition de marchandises à l'expéditeur étranger, ce que celui-ci fait seul généralement en tirant une traite sur l'acheteur et en la remettant à l'encaissement à son banquier.

Quand l'acheteur est inconnu à l'étranger, de telles traites doivent être remises à l'encaissement. Telle est la procédure employée pour le commerce à distance relativement peu éloignée. Il suffit de la comparer avec celle qui est usitée en Grande-Bretagne où l'on emploie le papier à 60 et à 90 jours de vue, pour se rendre compte de son infériorité. Les difficultés étaient beaucoup plus grandes quand il s'agissait de transactions avec le Far West ou l'Amérique latine si recherchées par les Américains. L'importateur américain était conduit à recourir aux facilités offertes par les banques de Londres et à payer ses achats au moyen d'une lettre commerciale de crédit du correspondant à Londres de son banquier de New-York. Ceci n'était pas seulement compliqué, mais coûteux pour l'importateur qui devait payer une commission à son banquier américain, comprenant la commission payée à la Banque de Londres pour son acceptation. Il y avait aussi le risque de perdre au change. Au moment où un crédit est ouvert, le coût de la remise de 10.000 livres pour créer un effet à Londres ne devait être que de 48.000 dollars, au taux de 4 dollars 66 la livre, tandis que, pendant que l'effet mûrit, le change peut monter, et il coûtera à l'importateur 48.700 dollars. Aussi M. L. M. Jacobs, disait-il à la Commission monétaire Nationale au sujet des « acceptations de banque » :

« Comme conséquence de l'inaptitude de nos banques à prêter leur appui au commerce d'importation en acceptant des effets à terme, les importateurs américains dépendent, dans une grande mesure de Londres et sont obligés de payer à cette ville un tribut annuel considérable, sous la forme de commissions d'acceptations. »

Au sujet du commerce d'exportation, M. Jacobs disait :

« Cette pratique non seulement ajoute à l'importance

de Londres, et milite contre l'importance de New-York en un centre financier, mais cause en même temps de graves préjudices à notre commerce d'exportation. Depuis l'époque où l'on ne peut plus tirer d'effets sur nos banques, de l'étranger, à la suite d'expédition de marchandises aux Etats-Unis, il y a en conséquence à l'étranger peu d'effets susceptibles d'être achetés pour être remis aux Etats-Unis en paiement de marchandises expédiées par ce pays. En d'autres termes, sous notre régime bancaire actuel, nos importations ne créent pas une provision de lettres de changes sur New-York par exemple, lesquelles peuvent être vendues à l'étranger aux personnes ayant des paiements à faire à New-York. Cela signifie aussi que nos exportateurs, à leur grand désavantage, dépendent de Londres. Ils ne peuvent pas, lorsqu'ils expédient des denrées à l'Amérique du Sud ou en Orient, les facturer avantageusement en dollars des Etats-Unis, lorsqu'ils sont exposés à la concurrence. Ils ne cherchent naturellement pas à évaluer leurs denrées dans la monnaie du pays auquel elles sont expédiées ; leur seule alternative est donc de les évaluer en francs, en marks ou en livres sterling ; ces dernières seront choisies de préférence en raison de la répartition et de l'étendue du commerce de la Grande-Bretagne créant par le monde, sous les auspices du système bancaire anglais, une demande importante constante et une offre pareille de lettres de change sur Londres. Du fait que nous sommes obligés de libeller nos effets en livres sterling, on voit immédiatement que nos exportateurs sont obligés de subir les risques du change, ce qui est un handicap considérable lorsqu'ils concourent avec les exportateurs de la Grande-Bretagne. »

La manière dont le commerce d'exportation, sous le régime bancaire antérieur à 1913, était handicapé, a son

exemple le plus clair et le plus important dans l'exportation annuelle de la récolte du coton. Les Etats-Unis envoyaient à l'étranger pour environ 2.500.000.000 de francs de coton, c'est-à-dire environ la moitié de leur récolte. En Angleterre, un pareil commerce d'exportation eût été pour les banques la source de bonnes affaires qu'elles auraient traitées de manière à laisser le maximum de profit aux producteurs. Aux Etats-Unis, le procédé était différent. La négociation de la récolte se faisait pratiquement au moyen d'effets à 60 et à 90 jours tirés sur Liverpool, Londres, Paris ou Berlin. Or, avant la guerre, tout ce que les banques américaines faisaient se résumait à quelques changes temporaires dans le Sud et à New-York pour prélever une commission sur les « affaires en route » et ces pratiques subsistaient encore en 1914. Le résultat de ceci était de permettre aux financiers européens de prélever quelques millions de dollars sur les récoltes américaines.

A côté des dommages causés au commerce avec l'étranger par un système défectueux d'organisation bancaire, il y a aussi les dommages subis par le commerce en raison de l'inexistence d'un marché d'escompte. L'existence d'un pareil marché sera impossible tant que l'emploi des lettres de change et leur acceptation par les banques seront interdits. Citons encore M. Jacobs :

« La faiblesse de notre système bancaire, en comparaison des systèmes européens, doit certainement être attribuée en partie à une omission du Bank Act qui ne permet pas aux banques de faire des acceptations. C'est une faiblesse qui entraîne le pays vers des pertes économiques importantes. Faute d'un marché national d'escompte, la grande majorité de nos marchands et de nos industriels sont obligés de restreindre aux capitaux amé-

ricains leurs demandes d'emprunts, soit en escomptant leur papier à leurs banques locales ou en le négociant auprès de courtiers (note-brokers). Tous, sauf les plus importants et les plus forts, sont pratiquement privés des bénéfices de la concurrence à l'étranger pour leur papier. En dehors des grandes entreprises ayant des ramifications internationales qui leur permettent d'organiser leur crédit à l'étranger, nos marchands et nos industriels ne profitent pas des faibles taux d'escompte de l'étranger, sauf en ce que les courtiers qui empruntent en Europe sur la garantie du papier commercial ont des facilités plus grandes pour négocier leurs achats. Ce qui plus est, les commerçants et les industriels, bénéficiaient dans une mesure relativement faible d'une accumulation de fonds dans les banques de New-York. Le faible taux des avances à vue a un effet contraire plutôt qu'un effet direct sur le taux auquel les commerçants doivent payer les capitaux. La faiblesse du taux des capitaux à vue, en d'autres termes, indique plutôt la stagnation sur le marché aux valeurs qu'un manque de demandes de la part des commerçants et des industriels. De tels taux n'agissent pas comme stimulants du commerce en général, pas plus que des taux élevés pour les capitaux à vue n'agissent immédiatement pour s'opposer à un sûr développement. »

Dans un autre ordre d'idées, la plupart des banques de New-York ne pouvaient que prêter leurs fonds à Wall Street dans un but de spéculation, à un faible taux d'intérêt. Il est inutile d'insister sur les inconvénients qui ont fait abolir le National Bank Act, sans cependant faire disparaître immédiatement les pratiques anciennes.

I. — Organisation de la Réserve Fédérale

Telle était la situation bancaire du pays au moment où le Président Wilson décida de faire aboutir la délicate réforme des banques d'émission en substituant à des milliers de banques éparpillées sur toute la surface du pays un système ordonné et centralisé qui va être décrit rapidement, et qui a joué un rôle capital dans la conduite de la guerre.

C'est une loi de 1913 qui a créé les banques de réserve fédérale. Pour des raisons politiques et aussi pour des considérations économiques, le système d'émission n'est pas centralisé comme en Europe. Le législateur s'est rallié au système fédéral et a constitué 12 districts devant avoir une « Federal Reserve Bank ».

Nous ne pouvons exposer le mécanisme de ces banques de réserve. Ce n'est point l'essentiel de notre sujet. Notons seulement qu'elles devaient désormais jouer le principal rôle en matière de circulation. Avant 1913, les banques nationales de chaque Etat pouvaient émettre des billets. Désormais, ce rôle sera réservé aux banques de réserve. Mais on prévoit un régime de transition. Les banques de réserve peuvent obtenir des billets de circulation suivant le mode des Banques nationales dans la période intermédiaire précédant le remplacement des billets de celles-ci. Fournir des garanties commerciales permettant d'obtenir des billets de Réserve Fédérale, à condition de constituer une réserve d'or de 40 % de leur montant, 5 % au moins étant déposés au Trésor. Ces billets sont reçus obligatoirement par les Banques adhérentes du district et par le Trésor.

Il n'y a pas intercirculation des billets entre les districts ; les billets ne doivent être remboursés que par la Banque émettrice et être retournés à celle-ci. Ils sont remboursables à la Federal Reserve Bank, au porteur et à vue, en or et en monnaie légale.

L'émission ordinaire de billets de réserve fédérale est gagée à l'aide d'effets commerciaux remis en garantie au Trésor. Celui-ci avance au Conseil de Réserve Fédérale des billets en blanc et enregistrés qui sont répartis dans les banques de Réserve Fédérale, suivant les demandes. Les billets constituent une obligation de premier ordre et privilégiée sur tout l'actif de la Banque émettrice.

Les Banques Nationales

Les changements apportés au « National Bank Act » par le nouveau « Currency bill » concernaient : le pouvoir d'émission, les opérations avec les particuliers, les relations avec les Federal Reserve Banks et les conditions nouvelles imposées quant aux réserves.

Les banques nationales sont appelées à devenir graduellement de simples banques de dépôts, c'est ce qui ressort des textes, stipulant qu'une banque nationale n'est plus obligée de déposer au Trésor, à sa fondation, un certain montant d'obligations fédérales en contre partie desquelles elle reçoit des billets.

Par contre, le législateur de 1913 va donner aux banques nationales un rôle important dans la négociation des effets de commerce. Si New-York, Chicago, San-Francisco doivent être un jour des places de premier rang

dans les règlements internationaux, le volume des crédits, support nécessaire à l'activité des places, sera alimenté par les Banques Nationales. Elles peuvent en effet accepter des traites ou lettres de change tirées sur elles et résultant de transactions commerciales internationales, et n'ayant pas plus de six mois à courir. Le montant de ces acceptations est limité à la moitié du capital versé et des réserves. Des acceptations indigènes ne pouvaient auparavant être créées, situation très défavorable pour la formation d'un marché de l'escompte.

En ce qui concerne le commerce étranger, la nouvelle législation autorise les Banques Nationales, ayant un capital et une réserve de 1 million de dollars, à établir des succursales dans les pays étrangers, sous certaines conditions.

Dans les relations avec les Banques de Réserve Fédérale, le nouveau « currency bill » stipule que le total des billets à ordre et des effets portant la signature ou l'endos d'une personne, d'une compagnie ou d'une société commerciale, réescomptés au profit d'une banque adhérente, les lettres de change de premier ordre, non comprises, ne devra pas excéder 10 % du capital et des réserves de la banque.

Les obligations concernant les réserves des Banques Nationales ont subi quelques modifications. La loi distingue les dépôts à vue (jusqu'à 30 jours) et les dépôts à terme. Pour les premiers, les « County Banks » (Banques de l'intérieur) doivent constituer une réserve de 12 % de leur montant ; 3 ans après l'établissement des Banques de Réserve Fédérale, 4 % seront conservés sur place, 5 % déposés à la Banque de réserve, le reste à volonté. Les fonds déposés chez les correspondants des villes ne seront plus comptés dans les réserves légales.

Les « Reserve City Banks » (Banques des villes de réserve) sont obligées de conserver 15 % de leurs dépôts à vue ; au bout de 3 ans, 5 % seront conservés sur place, 6 % à la Banque de Réserve et le reste à volonté, sous bénéfice de la restriction précédente. Les « Central Reserve City Banks » sont tenues de conserver une réserve de 18 % de leurs dépôts, 6 % étant conservés, 7 % immédiatement déposés à la Banque de Réserve et le reste à volonté. En plus de la réserve concernant les dépôts à vue, toute banque adhérente est tenue de constituer une réserve de 5 % par rapports aux dépôts à terme.

L'expérience acquise pendant la première année de fonctionnement provoqua des changements intéressants dans les dispositions précédentes.

L'activité économique des Etats-Unis, au cours de la guerre, permit d'éprouver le nouveau système bancaire.

Au début de la guerre, les clients de quelques-unes des plus grandes banques de New-York se trouvant privés de leurs crédits de Londres cherchèrent à New-York des facilités de crédits semblables. Comme ces banques venaient justement de recevoir le pouvoir d'accepter des traites, elles s'adaptèrent rapidement à la situation nouvelle. L'espèce de papier qu'elles avaient acheté antérieurement et envoyé à Londres pour acceptation, elles l'acceptèrent elles-mêmes sous des conditions spéciales. Ce papier fut vendu par elles aux Etats-Unis et un commencement de marché de l'escompte apparut à ce moment.

A New-York on ne comptait qu'une douzaine de banques nationales, de banques d'Etat, de compagnies associées et de banques privées qui acceptaient des traites pour un volume important.

Les amendements apportés à la loi de réserve fédérale

allaient améliorer le régime des acceptations, surtout pour les banques nationales. La place de New-York se transformait et se préparait à jouer un rôle international.

La loi du 23 décembre 1913 autorisait les banques nationales, et en général toutes les banques adhérentes, à accepter des traites tirées sur elles-mêmes et basées sur des opérations commerciales internationales. Les banques de réserve avaient la possibilité de réescompter des acceptations lorsqu'elles n'avaient plus que trois mois à courir. Toutefois le total des présentations d'une banque adhérente ne pouvait excéder la moitié du capital et des réserves.

Une série de circulaires du Féderal Reserve Board étend et précise la forme des opérations sur acceptations.

Une autre circulaire du 2 avril, modifiée par la circulaire du 7 septembre, concerne les conditions de réescompte par les Banques de Réserve.

Par une circulaire datée du 2 avril, le Conseil de Réserve détermine les conditions dans lesquelles les banques adhérentes se livreront aux opérations d'acceptation.

La circulaire du 15 juillet se réfère aux acceptations commerciales. Enfin une circulaire du 29 novembre concerne les acceptations tirées contre opérations commerciales intérieures.

Aux termes de la circulaire du 2 avril, concernant les « acceptations de banques », le « Federal Reserve Board » stipule que « toute banque adhérente peut accepter des traites ou lettres de change tirées sur elle, n'ayant pas plus de 6 mois à courir et résultant de transactions relatives à l'importation ou à l'exportation de marchandises, jusqu'à concurrence d'un montant n'excédant pas la moitié du capital et des réserves de la dite banque, et exceptionnellement 100 % du capital et des réserves ». Tou-

tefois chaque banque adhérente doit, en ce cas, avoir une réserve d'au moins 20 % du capital versé et adresser au Conseil de Réserve, par l'intermédiaire de la Banque de Réserve du district, une demande spéciale lorsque ces opérations excèdent la moitié de son capital et de ses réserves. L'escompte d'acceptations par les banques adhérentes n'est soumise à aucune restriction.

Le Federal Reserve Board s'exprimait ainsi au sujet des acceptations, dans une circulaire du 8 février :

« L'acceptation est encore dans l'enfance parmi les banques américaines. On ne peut pas dire quelle sera la rapidité de son développement, mais il est néanmoins certain. La loi donne toutes facilités pour aider cette croissance. Toutefois les règlements actuels ne sont qu'une première étape et ils subiront les modifications dictées par les circonstances, les usages et les besoins du crédit ».

Le texte définitif de la circulaire du 2 avril, modifié par la circulaire du 7 septembre, définit l'acceptation : « un tirage ou remise fait à ordre, à échéance fixe et payable en dollars aux Etats-Unis, l'obligation de payer se trouvant acceptée par une reconnaissance écrite et signée par le tiré, au recto de l'effet. »

Deux formes d'acceptations sont prévues : 1° « L'acceptation de banque » et « l'acceptation commerciale ».

Les acceptations de banque, escomptables par les Banques de Réserve, à condition qu'elles aient pour base une opération commerciale internationale, que leur échéance ne soit pas supérieure à 3 mois, qu'elles portent l'endos d'un banquier adhérent au moins, sont soumises à certaines autres conditions restrictives. Le montant des acceptations présentées au réescompte par une banque ne peut dépasser 50 % de son capital et de ses réserves ;

exceptionnellement la proportion peut être élevée à 100 %. Les engagements d'un particulier, autres que les lettres de change réescomptées par une banque de réserve, ne peuvent dépasser 10 % du capital et des réserves de la banque adhérente. Les acceptations doivent être tirées sur une banque adhérente ou sur une maison particulière s'occupant d'acceptation ou d'escompte. Elles doivent être tirées par un particulier ou une banque comme opérations internationales. Elles ne sont pas renouvelables après remise des marchandises à l'acheteur, sauf au cours d'une période d'une durée raisonnable devant être débattue à l'ouverture du crédit. Les acceptations autres que celles d'une banque adhérente ne seront admises qu'après renseignements spéciaux. Le réescompte des acceptations est limité à un certain quotient pour 100 du capital de la banque de réserve, lorsque l'accepteur est une maison d'acceptation ou d'escompte, autre qu'une banque adhérente ou une Trust company.

Dans ses opérations sur le marché libre une banque de réserve peut acheter des acceptations soumises aux restrictions ci-dessus ; il n'est pas nécessaire qu'une banque adhérente soit engagée, si la situation financière de l'accepteur a fait l'objet d'une enquête et d'un avis favorable du Conseil de Réserve. Le total du portefeuille d'acceptations n'est pas limité.

Une circulaire du 15 juillet se rapportant spécialement aux acceptations commerciales, définit comme suit les caractères de ce papier susceptible d'être accepté par les banques de réserve :

Une « acceptation commerciale » doit être endossée par une banque adhérente et être accompagnée d'une renonciation au préavis et au protêt. Elle doit avoir une échéance n'excédant pas 90 jours, être acceptée par l'ache-

teur des marchandises et être basée sur une opération commerciale internationale. La Banque de Réserve est tenue de s'entourer de toutes les garanties qu'elle désire, au sujet de la réalité de la transaction.

La limitation des opérations sur acceptations à celles relatives à des transactions internationales n'était pas favorable à la création d'un large marché de l'escompte. Après diverses critiques formulées par le monde financier, le Federal Reserve Board, par une circulaire du 29 novembre a complété la législation des banques de réserve en y comprenant les opérations sur « acceptations intérieures ». La circulaire n'édicte aucune condition spéciale ; elle ne fait qu'étendre les dispositions concernant les « acceptations de banque » basées sur opérations internationales aux « acceptations de banques intérieures ». Les restrictions que nous avons énumérées sont par conséquent maintenues et englobent toutes opérations sur traite d'acceptation en général.

Enfin, pour étendre l'influence des banques de réserve sur les changes étrangers, une circulaire du 4 décembre précise les conditions de leur intervention sur le marché libre. Désormais les banques de réserve peuvent acheter et vendre des câbles transferts, lettres de change, acceptations, et devises escomptables, libellés en monnaies étrangères. Les Banques de réserve sont engagées à établir des succursales à l'étranger pour développer le plus largement possible leurs opérations de change.

Les Banques de 1914 à 1917.

Dès que la réforme de 1913 a été effectuée, les efforts les plus sérieux ont été faits à New-York pour créer sur cette place un marché réel de l'escompte. Certains allaient

jusqu'à soutenir que les banques pourraient accélérer le mouvement en contraignant leurs clients à prendre des crédits en dollars au lieu de continuer à se fournir en crédits livres sterling. Cette prévision était prématurée. La place de Londres a pour elle des pratiques séculaires et une masse de relations qui ne pouvaient disparaître soudain. Il fallait attendre que, par le jeu des échanges, le marché de l'escompte se créât aux Etats-Unis.

Les événements du mois d'août 1914 furent l'origine d'une transformation profonde du marché américain. Subitement, les relations des Etats-Unis avec l'Europe furent supprimées. Il n'y avait plus de marché pour les exportateurs et, par conséquent, le mécanisme du crédit international était détruit. D'où la hausse immédiate et grave à New-York du taux du change de la livre ; 2° grandes exportations d'or en provenance des Etats-Unis ; 3° arrêt des importations et des exportations ; 4° émission de papier fiduciaire occasionnel ; 5° clôture de la Bourse de New-York et des Bourses des autres pays ; 6° moratoire déclaré dans les principaux pays du monde.

La conséquence financière de ces événements fut la hausse soudaine à New-York du taux du change de la livre. Des millions de dollars de dettes devaient être payés par les Etats-Unis à Londres. Peu de jours après l'ouverture des hostilités, le taux américain de la livre s'éleva et resta très haut plusieurs semaines après les débuts de la guerre. Malgré les difficultés de transport et les taux excessifs des assurances, une grande quantité d'or fut envoyée des Etats-Unis en Europe et des Etats-Unis au Canada, où elle constitua des dépôts qui devaient jouer par la suite un rôle important en faveur des règlements européens. On estime que les exportations d'or pendant les mois qui ont suivi le commencement de la guerre et

jusqu'au début du mouvement en sens contraire, s'élevèrent à 104 millions de dollars. La situation était d'autant plus grave pour les Etats-Unis que les exportations de marchandises américaines étaient très difficiles, sinon impossibles. En conséquence, le coton qui se vendait 12 cents, 5 par livre le 30 juillet 1914, se vendit 7 cents, 6 à la réouverture de la Bourse du coton, vers le 20 novembre 1914.

Jamais les banques new-yorkaises n'avaient eu à faire face à une situation aussi complexe qu'en août 1914, les retraits de fonds se faisaient de plus en plus nombreux, provenant de l'intérieur comme de l'étranger ; il était impossible de faire rentrer les disponibilités qu'on avait en Europe par suite de la désorganisation du marché des changes, des interdictions des sorties d'or, des moratoria décrétés par les principaux gouvernements européens. Il fallut donc recourir rapidement à des mesures extraordinaires. Le secrétaire du Trésor, M. Mac Adoo, faisant usage des pouvoirs discrétionnaires que lui conférait l'acte Aldrich-Vreeland de 1908, élargi par une décision du Congrès du 4 août 1914, annonça qu'il mettrait immédiatement à la disposition des banques nationales de New-York une somme de 100 millions de dollars en billets constituant une circulation fiduciaire supplémentaire ; il fit de même vis-à-vis des autres banques du pays. Des associations fiduciaires se constituèrent dans toutes les parties du pays, et dès le début d'octobre, il en existait 44, embrassant 1.363 banques, bénéficiaires de la circulation additionnelle. Le maximum émis fut atteint le 24 octobre 1914 avec 363.632.000 $, soit une fraction seulement du maximum (1 1/2 milliard de dollars) autorisé par le Aldrich Vreeland Act. Au début, cette circulation fiduciaire était assujettie à un impôt de

3 %, augmentant automatiquement de 1/2 % chaque mois, atteignant ainsi son maximum de 6 % en avril 1915 ; cette lourde disposition a contribué sans doute à accélérer le retrait de cette circulation extraordinaire (emergency currency). Elle n'était que de 200.000 dollars au 30 juin 1915.

On avait permis au pays, en l'absence de banque centrale d'émission de traverser sans accroc une période très difficile.

En outre, à New-York et ailleurs, les banques faisant partie du Clearing House procédèrent, dès le 3 août, à l'émission de certificats de la Chambre de Compensation à l'instar de ce qui avait été fait lors de la crise de 1907. A New-York, il fut ainsi émis en tout, jusqu'à mi-octobre, pour $: 124.695.000 environ de certificats, mais le montant maximum en circulation ne fut que de $: 108.185.000. Tous ces certificats avaient été retirés de la circulation dès le 28 novembre ; la durée d'émission n'a donc été que de 118 jours contre 154 jours en 1907 et en 1893. Pour l'ensemble du pays, il a été émis $: 211.778.000 dont au maximum $: 195.754.000 se trouvaient être ensemble en circulation.

Dans son premier rapport annuel relatif au système des Banques de Réserve Fédérales, le Controller of the Currency ajoutait qu'il avait encore émis pour 115 millions de dollars de billets de banques nationales additionnels en contre-valeur d'obligations d'Etat déposées et de billets mutilés.

Ces trois mesures permirent d'éviter une crise bancaire et aplanirent le chemin jusqu'à l'ouverture des banques de réserve fédérales le 15 novembre 1914. L'effet immédiat de l'entrée en fonctions des 12 banques de réserve fut de libérer une partie importante du surplus

des réserves en sus des exigences légales ; c'est ainsi qu'à New-York la limite des réserves fut ramenée de 25 à 10 % des dépôts ; la différence de 7 % a naturellement accru l'excédent (surplus) des réserves, considéré par le passé comme l'indice le plus sûr de la situation financières aux Etats-Unis ; dans les villes de réserve ordinaires, la limite a même été abaissée de 25 à 15 % et pour les banques provinciales (country banks), elle a été ramenée de 15 à 12 %. Certes, la mobilisation beaucoup plus rapide du stock métallique, devenue possible par suite de la centralisation des réserves, a permis d'être moins exigeant que par le passé ; mais il importe, par contre, de ne pas attacher la même importance qu'auparavant à l'excédent des réserves. C'est ainsi que le 22 janvier 1915, le surplus des banques new-Yorkaises ressortait à $: 142.000.000 environ, chiffre qui aurait été transformé en un léger déficit si l'on avait compté sur la base de 25 % exigée avant la nouvelle loi. Il résultait du mode d'alors une possibilité d'expansion de crédit.

Pendant les deux premières années de la guerre, l'activité des banques de réserve fédérale avait été plutôt restreinte ; ce n'est que graduellement qu'elles entrèrent dans la plénitude de leurs fonctions, et bien que leur création n'eût pas été une solution parfaite, on reconnut assez vite qu'elles exerçaient une heureuse influence sur l'assainissement de la circulation fiduciaire des Etats-Unis et qu'elles effectuaient un contrôle plus efficace du marché, tout en augmentant le pouvoir d'expansion ou de contraction de la circulation fiduciaire, selon les besoins.

Les Banques de Réserve Fédérale à partir de 1917

En 1917, l'entrée des Etats-Unis dans la guerre fut le signal, à l'intérieur du pays, d'un redoublement de l'activité industrielle et commerciale. Cet événement eut donc une répercussion importante sur la situation des Banques de Réserve Fédérale. Il n'est pas douteux, d'ailleurs, que le Président Wilson ait aperçu dans l'intervention le moyen d'exercer à l'intérieur des Etats-Unis une action contre la féodalité des affaires, et, notamment, de compléter la réforme bancaire de 1913 à 1914, afin d'aboutir à une concentration des moyens de circulation métallique, à l'encontre des grands établissements de crédit, qui trouvaient dans le système cellulaire de jadis des possibilités de renchérissement de l'argent, à certaines époques, ce qui était tout à leur avantage.

Le premier effet de l'accroissement de l'activité industrielle et commerciale fut un recours exagéré au crédit des banques. Le total des prêts qui était de 148 millions de dollars au début de 1917, dépassait 2 milliards au début de 1919 et approchait de 3 milliards de dollars au mois de mai 1920. L'encaisse d'or augmentait parallèlement.

Le tableau suivant permettra de suivre cette progression. On remarquera le fléchissement du chapitre « Acceptations achetées » depuis le début de 1920. Ce fléchissement est la conséquence du ralentissement des exportations américaines.

Banques de Réserve Fédérale.

Escompte et Avances (1).

	Encaisse or disponible	Sur Obligations du Gouvernement	Sur effets de commerce	Acceptations achetées	Total des prêts
	(en millions de dollars)				
2 janv. 1917	461		26	122	148
4 janv. 1918	890		626	271	897
3 janv. 1919	743	1.545	285	290	2.120
16 janv. 1920	789	1.351	749	576	2.676
30 avr. 1920	663	1.465	1.070	407	2.942
14 mai 1920	673	1.508	1.043	413	2.965

L'exposé que nous avons fait des déplacements d'or permet de comprendre comment l'afflux de l'or fut favorable à l'établissement et à la consolidation du nouveau régime bancaire des Etats-Unis. En août 1914, le stock d'or de ce pays n'était que de $: 1.887.270.664 ; au début d'août 1921, ce stock était passé à $: 3.288.608.408. Au cours de la seule année 1921, le stock d'or des Banques de Réserve Fédérale subordonnait l'élasticité de l'escompte et de l'émission à l'importance des encaisses métalliques des Banques de Réserve. L'or européen entrant en masse permit à ces derniers d'user largement de leurs facultés légales, d'étendre sans cesse le champ de leurs opérations, et de transformer le marché monétaire américain.

Au 30 juin 1920, il existait 30.976 banques aux Etats-

(1) Bulletin du Federal Reserve Board, 20 mai 1920.

Unis, représentant une puissance bancaire d'environ 45 millions de dollars (capital plus dépôts). Sur ce chiffre, 9.399, ayant une puissance bancaire de plus de 25 milliards étaient affiliées au Federal Reserve System. Les 12 Federal Reserve Banks détenaient $: 2 milliards d'or, et leurs recettes étaient d'environ $: 6 milliards.

En vue d'arriver à une répartition convenable du crédit, la loi donnait aux Banques de Réserve la faculté d'une part de fixer séparément le taux de leur escompte, et, d'autre part, de se prêter et de s'emprunter mutuellement, sous la seule condition que la valeur de leurs réserves métalliques ne fût jamais inférieure à 40 % de leurs billets, et à 35 % de leurs dépôts.

Il y a lieu de croire que sans cette organisation générale, les besoins du crédit auraient nettement dépassé les possibilités des banques sur certaines places, mais cette organisation elle-même n'aurait pu fonctionner d'une façon aussi satisfaisante et aussi régulière, sans l'abondance des importations d'or.

On sait que l'émission des billets de banque est réglée, (sous la condition de ne pas descendre au-dessous d'une garantie or de 40 %) par décision du Federal Reserve Board, suivant les besoins du crédit. Cette réglementation a eu pour effet d'augmenter considérablement la circulation monétaire. En effet, le crédit accordé au commerce correspond tout d'abord aux dépôts, mais d'autre part, l'augmentation des moyens des banques par voie d'emprunt à d'autres banques fédérales revient le plus souvent à une émission de billets, pour le compte des banques prêteuses. Le stock monétaire a donc été sans cesse en augmentant. Il passe de 3.720 millions de dollars à 8.083 millions de dollars en 1921 ; à 8.300 millions de dollars en 1922. Les dépôts allaient être accrus en raison de l'accord

industriel et commercial. Ils passaient dans l'ensemble des banques américaines de 17.476 millions de dollars en 1913 à 37.684 millions en 1920. La masse des prêts consentis par ces mêmes banques s'élève, pendant le même laps de temps de 14.568 millions à 31.256 millions.

L'augmentation de la circulation monétaire avait facilité l'accroissement des dépôts et ceux-ci avaient servi de de support aux prêts.

Ainsi les importations d'or permirent au nouveau système bancaire de s'établir sur une base solide. Mais allaient-elles permettre un déplacement du pôle monétaire ?

Les Américains l'escomptaient avant leur entrée dans la guerre. L'Angleterre n'était-elle pas obligée de rejeter des milliards d'or sur les Etats-Unis, producteurs d'un tiers du métal jaune extrait annuellement dans le monde. Si à cette faculté d'accroissement venait s'ajouter une accumulation de monnaies provenant des exportations d'or de l'Europe, le marché libre de l'or à Londres ne deviendrait-il pas une impossibilité, d'autant que l'Angleterre s'endettait auprès des Banques des Etats-Unis. Il faudrait après les hostilités verser chaque année aux créanciers américains des millions de dollars à titre d'intérêts et de primes de remboursement.

On pouvait se demander si le marché libre de l'or ne serait pas désormais transporté de Londres à New-York, et là où serait le marché libre se trouverait fixé désormais le pôle monétaire.

CHAPITRE II

La Politique Monétaire de l'Or en Angleterre

L'Angleterre n'a jamais cessé de veiller à la défense de son système monétaire. Peut-être est-ce dans ce domaine que l'Angleterre a montré le plus d'esprit de suite et d'ingéniosité au cours de la guerre.

Bien qu'au moment de la déclaration de guerre la couverture métallique des billets en circulation fut égale à 137 %, comme la Banque était cependant tenue de rembourser en or, si un créancier l'exigeait, les chèques tirés sur elle, et qu'au 22 juillet 1914, elle détint 40 millions de livres d'or pour faire face à 40 millions de dépôts, non compris les dépôts de l'Etat, elle prit aussitôt des mesures pour protéger son encaisse. Le Bank Act de 1844 fut suspendu, de sorte que la Banque put émettre des billets sans contre-partie métallique. Le taux de l'escompte fut élevé à 10 %, et, fait unique dans l'histoire de l'Angleterre, le gouvernement britannique, afin de subvenir

aux besoins de la circulation, procéda à l'émission de billets d'Etat — currency notes — garantis par un stock d'or de L : 18.500.000. Depuis longtemps, la faiblesse relative de la réserve d'or de la Banque d'Angleterre avait suscité des inquiétudes dans les milieux financiers de Londres. Certains allaient même jusqu'à demander la constitution d'une réserve extraordinaire d'or en vue d'une guerre. Sir Felix Schuster, directeur d'une importante banque de dépôts, avait fait une campagne dans ce sens, et, en 1908, Sir R. Giffen, se plaçant au même point de vue, affirmait la nécessité de constituer un trésor de guerre, ou d'accroître largement la réserve. Les arguments mis en avant étaient fort sérieux : on faisait ressortir les dangers particulièrement graves que pouvait présenter un drainage d'or au début d'une guerre, lorsque la crise extérieure se double d'une crise intérieure. On comparait la maigre réserve d'or anglaise aux réserves considérables et sans cesse grandissantes des autres pays. On faisait ressortir ce fait que la place de Londres, centre monétaire du monde, se trouverait dans une situation extrêmement critique en cas de guerre, ou en cas de crise financière généralisée. En effet, les nations étrangères possédaient à peu près toutes des dépôts à vue sur Londres, et en cas de crise, il était certain qu'elles devraient s'en servir.

De plus, depuis quelques années, les banques étrangères, justement afin de préserver leurs réserves d'or, s'étaient constitué des portefeuilles de change dont une grande proportion consistait en traites sur Londres.

La crise d'août 1914 n'a pas confirmé ces craintes, qui semblaient cependant légitimes. Au lieu de voir, à Londres, les changes baisser jusqu'au point de sortie de l'or, on vit au contraire tous les changes, excepté le change

sur Paris, s'élever précipitamment. Le papier anglais était devenu si rare sur les marchés étrangers, que les débiteurs ne pouvaient faire les remises nécessaires. La crise extérieure, loin d'exiger, de la part de la Banque d'Angleterre, un sacrifice d'or, provoqua donc un renforcement de sa réserve : celui-ci eut lieu à Ottawa notamment et c'est ce fait qui explique les règlements en or, opérés ensuite par l'Angleterre aux Etats-Unis par des envois de métal du Canada. Un revirement s'est produit au début de 1915, dans cette situation, et le maintien du cours de la livre sterling exigea des sorties d'or. Le 7 janvier le dollar atteignit à Londres le point de sortie de l'or : le même jour, la Banque d'Angleterre exporta pour 5 millions de dollars d'or. Ce n'était qu'un commencement. Pendant toute la guerre, la Grande-Bretagne a envoyé de l'or sur les places créditrices des Alliés. Cette politique avait un double but : soutenir le change, en soldant les dettes pressantes ou en obtenant des crédits ; faire naître, sur les marchés créditeurs, une aisance monétaire favorable au placement des emprunts.

Les statistiques des mouvements des métaux précieux en Angleterre n'ont pas été publiées pour toute la période de la guerre : elles s'arrêtent dans le courant de 1916, pour ne reprendre qu'en juillet 1919. Les chiffres des deux premières années, toutefois, sont significatifs. En 1913, l'Angleterre avait importé £ : 59 millions d'or, et en avait exporté £ : 46 millions. En 1914, les importations s'élevèrent à £ : 58 millions, et les exportations à £ : 30 millions ; ce dernier chiffre représente une diminution très marquée sur l'année précédente. En 1915, le rapport se modifie : £ : 10 millions d'importations, et £ : 38 millions d'exportations. On est fondé à affirmer que les exportations d'or de l'Angleterre, en 1916 et jusqu'en avril

1917, n'ont fait qu'augmenter de mois en mois, soit que l'or exporté provint des ressources propres de la Banque d'Angleterre, soit qu'il eût été envoyé à cette dernière par la Banque de France, en exécution d'accords de 1916 que nous avons déjà exposés.

En 1916 et 1917 jusqu'à l'entrée en guerre des Américains, Londres réglait plus de 5 millions de livres sterling par jour, dont 2 millions correspondaient à des remises à l'étranger.

L'Angleterre luttait sans cesse en faveur du maintien de son étalon d'or. Pour limiter au minimum possible l'exode permanent d'or, elle contractait des emprunts et des crédits commerciaux. Elle réglait des marchandises importées, telles que le sucre de Java, avec des Bons du Trésor. Elle soutenait le cours de la livre à New-York, par des envois d'or et par la vente de titres en dollars. Mais l'importance de son portefeuille en titres américains devait lui permettre de trouver après la fin des hostilités, dans la puissance de son portefeuille des valeurs fournissant un revenu élevé.

Tandis que tous les belligérants suspendaient les remboursement en espèces, Londres les continuait en principe. Certes, le gouvernement avait émis des billets, les Currency notes, qui remplaçaient les souverains et quiconque demandait de l'or à la Banque d'Angleterre obtenait en fait difficilement satisfaction. Mais en Allemagne et en Autriche, avant la guerre, les demandeurs d'or aux banques d'émission éprouvaient des difficultés égales et devaient donner leurs noms aux Etablissements qui les transmettaient aux fonctionnaires du Trésor et au directeur de la Banque d'Emission.

En fait, en Angleterre, chaque fois que l'or était néces-

saire pour des besoins commerciaux réels, il était fourni par la Banque d'Emission.

Pour maintenir l'encaisse, les banques et les bureaux de poste ont été invités à employer dans leurs paiements des billets au lieu d'or ; la fuite des pièces d'or a été interdite par la loi et les orfèvres sont dans l'impossibilité de se procurer du métal. Les troupes se rendant au front ne devaient pas emporter d'or.

L'exportation était légalement en fait, sinon en droit, centralisée par la Banque d'Angleterre.

Les avis quotidiens de la Banque sur les sorties d'or furent supprimés.

En avril 1917, l'intervention américaine transforma la situation de la place de Londres. Les Alliés trouvaient dans le Trésor américain un prêteur largement approvisionné, grâce au concours des banques. Le concours des Etats-Unis ne fut pas d'ailleurs limité aux règlements d'achats faits en Amérique. Les Alliés étaient débiteurs sur des places où les monnaies nationales faisaient prime sur la livre sterling. Les règlements y furent assurés par la Trésorerie de Washington qui n'hésita pas à apporter notamment en Espagne son or, évitant ainsi une dépréciation du franc et de la livre sterling.

Cette politique obligea le gouvernement américain à prendre certaines précautions pour que cet événement n'ait pas de conséquences fâcheuses pour l'élasticité du crédit public. Un amendement du 21 juin 1917 au Federal Reserve Act permet au gouvernement fédéral d'augmenter dans le pays sa circulation en billets tout en accroissant sa couverture métallique. A cet effet, cet amendement :

1° diminue pour les banques affiliées au Federal Reserve System la proportion légale des réserves par rapport aux dépôts ;

2° transfère la totalité de ces réserves dans les caisses des 12 banques de Réserve Fédérale.

C'est là ce qu'on a appelé la « mobilisation de l'or ». Jusqu'en 1917, en effet, les banques avaient une partie de la réserve légale, en argent liquide déposé dans leurs caveaux. L'effet de la loi du 21 juin 1917 amena les banques non seulement à augmenter le chiffre de leurs réserves déposées dans les banques de Réserve Fédérale, mais encore à effectuer dans ces banques le dépôt de la plus grande partie de leurs réserves d'or et de « bons » d'or. On émit des billets de la Réserve Fédérale jusqu'à concurrence d'une somme qui dépassa le chiffre de l'or et des « bons » d'or retirés de la circulation. Les lois qui régissent le Federal Reserve System autorisent les émissions de billets avec une couverture or de 40 %, à condition que ces billets soient garantis également par des dépôts, entre les mains du fonctionnaire désigné à cet effet, de papier de commerce escompté pour une valeur nominale égale à celle du montant des billets émis.

Malgré la participation des Etats-Unis à la guerre, la balance commerciale a continué de se solder par des excédents d'exportations considérables qui, pour l'année 1919, dépassaient 4.100 millions de dollars. Les importations d'or européen, toutefois, se sont fortement ralenties, et les exportations d'or américain ont beaucoup augmenté, pour des raisons qui ont été précédemment exposées. Ce mouvement contraire à celui qui avait prévalu pendant les premières années de la guerre, n'en a pas moins laissé aux Etats-Unis, à la fin de 1919, un excédent net d'or importé égal à près de 1 milliard de dollars.

Grâce à ce concours l'Angleterre pouvait alléger ses fabrications de moyens de paiements sous forme d'ou-

vertures de crédit, d'émissions de billets du Trésor ou d'envoi d'or à l'étranger.

Cependant Londres assurait encore les règlements sur les marchés neutres, qui ne cessaient de recevoir l'or de Londres au point d'en être saturés. Mais en même temps, au cours de cette période, pendant laquelle l'encaisse de la Banque de France baisse visiblement, malgré les apports du public, les réserves d'or de la Banque d'Angleterre, loin de diminuer, s'accroissent. L'encaisse qui, au 1er juillet 1914, était de 38.500.000 livres, était passé à 69 millions le 30 décembre de la même année ; fin 1915, elle était à £ : 51 millions ; fin 1916, à £ : 52.800.000; fin 1917, à £ : 57 millions ; fin 1918, à £ : 78.500.000 ; fin 1919 à plus de £ : 91 millions ; et fin 1920, à £ : 126 millions.

Ces chiffres seraient inexplicables si l'on ne plaçait pas en regard le relevé de la production de l'or à l'intérieur de l'Empire britannique pendant la même période, et la production mondiale.

	Empire Britannique	Mondiale		Empire Britannique	Mondiale (1)
		(en millions de Livres)			
1913	58	94	1918	51	79
1914	56	90	1919	50	75
1915	60	96	1920	48	69
1916	59	93 1/2	1921	47	68
1917	56	86	1922	44	65

Pour 1923, on prévoit une amélioration de 10 millions de livres sterling.

---

(1) C. f. Chronique de M. Roulleau, dans le Journal de la Société de Statistique. Mars 1923.

Il ne suffit point de constater la perte sans cesse croissante de l'Angleterre et de ses dominions dans les productions annuelles d'or. Il faut savoir quelles difficultés soulevèrent les dépréciations de la Livre sterling par rapport au dollar, sur les marchés extérieurs, et les bouleversements qu'elles amenaient dans le coût de production des mines d'or.

On sait, par ce qui a été exposé au début de la présente étude, que les producteurs d'or vendent leur marchandise à prix fixe. Ils ont le privilège de jouir d'un débit illimité et d'un prix de vente constant, quelque réduit que puisse être le coût de production.

Si le coût de production s'élève par suite de la cherté croissante de la main d'œuvre, de l'outillage, des matériaux divers, du frêt, la marge de bénéfices décroît. Certaines exploitations ne peuvent plus vendre lucrativement. La production de l'or diminue.

Le remède est-il de payer l'or plus cher ? Mais alors l'importateur sera conduit à exporter plus d'or en monnaie qu'il n'en reçoit en lingots, sans autre résultat que de grever le budget et finalement d'appauvrir la circulation monétaire.

Puis si l'or nouvellement produit est payé plus cher que l'or ancien et monnayé, comment le métal jaune pourra-t-il continuer à jouer le rôle d'étalon monétaire international ? Etendre la prime à toutes les monnaies serait nécessaire.

Or, de 1914 à 1918, l'augmentation du coût par tonne de minerai était au Transvaal de 17 shillings 11, à 21 shillings 1 ; alors que le rendement par tonne fléchissait de 21 shillings environ.

Les causes de cette réduction de bénéfices étaient multiples : raréfaction de la main d'œuvre au Transvaal, les

indigènes occupés passant de 209.000 en 1905, à 152.000 en 1918. Hausse du prix de toutes les matières utilisées dans l'extraction. Or elles étaient achetées à un cours qui enregistrait la disparité du dollar et de la livre et souvent un écart plus grand. Le charbon valait dix fois plus qu'avant la guerre. La dynamite quatre fois.

Les doléances des propriétaires miniers furent entendues. Elles étaient d'autant plus légitimes que l'Angleterre, depuis le début des hostilités, avait le monopole d'achat de l'or des Dominions. Une commission d'enquête fut nommée au début de 1918, afin « d'examiner les différents problèmes qui surgissent en ce qui concerne la circulation monétaire et les changes étrangers pendant la période de reconstruction et de faire un rapport sur les mesures nécessaires pour assurer le rétablissement des conditions normales, en temps voulu ». En 1918, la production avait diminué pour les huit premiers mois, au Transvaal, de 1.315.000 livres sterling, alors que les prix étaient accrus de 468.000 livres. Il fallait trouver un remède.

Deux solutions simples pouvaient être adoptées. Ou maintenir le prix de l'or au cours officiel de l'once standard et affirmer une parité or et livre qui ne correspondait pas à la réalité, puisque la livre n'était point à parité avec le dollar ; ou bien enregistrer la réalité en déclarant que l'once standard serait payée un prix plus élevé que le cours officiel. Mais alors une élévation du prix de l'or payé par les hôtels des Monnaies provoquerait un bouleversement complet du prix des choses qui aurait les plus fâcheuses répercussions sur l'économie générale. Pour donner satisfaction aux réclamations d'une importante industrie, on ne pouvait se lancer dans une pareille aventure.

S'en rendant compte eux-mêmes, les producteurs réclamèrent non le relèvement du prix auquel la Banque d'Angleterre achète l'or (77 sh. 10 1/2 d. par once standard) mais l'attribution aux exploitants d'une prime à la production. Sous cette forme, les doléances des compagnies sud-africaines semblèrent plus facile à accepter.

Cependant, la Commission spéciale d'enquête nommée par le Gouvernement britannique, après une étude approfondie de la question, se déclara opposée à l'octroi d'une prime ou d'une subvention quelconque ayant pour but de stimuler la production du métal jaune. Et elle donna à l'appui de son refus, diverses raisons dont on ne saurait méconnaître la force.

L'or, rappela-t-elle, étant l'étalon de valeur, il est impossible de le payer plus cher que sa valeur d'échange exprimée en papier monnaie. L'octroi d'une prime aurait pour effet de réduire le pouvoir d'achat de tout l'or existant dans le monde et de provoquer une nouvelle hausse des prix de toutes choses. L'accroissement du prix des choses qui en résulterait se répercuterait dans toutes les branches de l'activité sociale, sur tous les commerces et toutes les industries, y compris celle de l'or. Les exploitants des mines sud-africaines le subiraient comme les autres industriels : leurs ouvriers, en présence de la nouvelle élévation du prix des vivres, réclameraient de nouvelles indemnités de cherté de vie ; le coût des matières premières indispensables à l'équipement des mines s'accroîtrait, etc. Et rien ne prouve qu'au bout de peu de temps, non seulement l'accroissement des charges qui en résulterait compenserait l'augmentation du prix de vente de l'or produit, mais encore la dépasserait. Il faudrait donc recourir à une nouvelle élévation du prix de l'or... Mais, où s'arrêterait-on ? Par consé-

quent, si on modifiait le prix de l'or, on ne ferait qu'en déplacer ou en ajourner la solution, à brève échéance d'ailleurs.

Sans doute, affirmait-elle, il est désirable de disposer d'une réserve d'or, dont le rôle le plus important est de permettre le règlement des dettes à l'étranger. Admettons qu'on puisse accroître cette réserve par l'octroi d'une prime à la production. Si la balance du commerce extérieur s'établit en faveur de l'Angleterre, le montant de cette réserve augmentera automatiquement ; dans ce cas, la prime est inutile. Si, au contraire, la balance du commerce extérieur venait à être défavorable, l'Angleterre serait obligée d'envoyer de l'or en règlement, et dans ce cas c'est l'acheteur étranger seul qui profiterait de la prime grâce à laquelle on se serait assuré cet or...

Théoriquement, le raisonnement était inattaquable. En fait, on pouvait temporiser. La solidarité financière des Alliés aboutissait à une faible perte de la livre par rapport au dollar en 1918. Puis certains instituts d'émission achètent, à certains moments, mais d'une manière tout à fait discrète (et sans modifier en quoi que ce soit la valeur des billets) de l'or, avec une prime variable. Ils le font dans le but de renforcer les gages de la circulation fiduciaire et ils peuvent sacrifier à cela telle ou telle partie des bénéfices par eux réalisés dans d'autres opérations. Mais une pareille pratique n'était pas le relèvement public du prix de l'or qui est une chose tout à fait différente. Autrement dit, ils ne paient pas l'or plus cher, ils le paient à son prix, mais ils accordent accidentellement une sorte de subvention à ceux qui le lui apportent.

En 1919, la situation s'aggrava. Au cours des hostilités on avait pu calmer les producteurs des mines en leur rappelant que l'Angleterre avait par ses achats, en 1914,

1915, 1916...1918 soutenu les cours qui, sans cela, se seraient effondrés en conséquence des dangers de la guerre sous-marine. La guerre finie, l'argument ne portait plus. La solidarité financière disparaissait et la dépréciation subie par la livre papier apparaissait. La thèse de la parité de l'or et de la livre n'était plus soutenable. Il fut décidé en avril 1919, par un ordre en Conseil, qu'on pourrait dorénavant délivrer des licences d'importation du métal pour les besoins du marché libre. Le cours moyen cota alors 100 sh. l'once de fin. On renonçait aux pratiques suivies depuis 1916, et d'après lesquelles on demandait aux importateurs du métal qui n'étaient pas sur la liste des gros producteurs à qui la Banque d'Angleterre achetait l'or sur place, de vendre tout leur métal importé à l'Institut d'émission.

On permit ensuite aux producteurs australiens d'exporter le métal afin de justifier, par le fait, qu'ils recevaient un prix officiel inférieur au prix réel du marché. Ils obtinrent à Shanghaï un prix moyen de 95 sh. 9 d. l'once standard. L'expérience était probante. Il fut donc décidé en juillet 1919, après accord entre la Banque d'Angleterre et les producteurs du Transvaal, de la Rhodésie, de l'Afrique occidentale et de l'Inde, que l'or aurait un régime commercial différent suivant sa provenance.

L'or extrait des mines serait vendu librement dans la durée de cinq semaines suivant son arrivée. La Banque d'Angleterre délivrerait des permis d'exportation si cela était utile à la négociation.

Est-ce à dire qu'après le mois de juin il y ait eu à Londres retour au marché libre de l'or ? En fait l'importation et la vente des lingots sont permises, mais l'importateur doit obtenir une licence. Il existe dans ce régime plusieurs quotations de l'or. Le prix officiel payé par la

Banque d'Angleterre, le cours du marché libre et enfin le prix spécial de l'or non exportable.

Une autre difficulté surgit par suite des disparités de cours de la livre sterling et de la livre sud-africaine. Après vente du métal en Angleterre, les banques intermédiaires du Transvaal doivent en rapatrier le prix pour payer les producteurs. Elles négocient de ce chef des traites sur Londres pour un montant élevé. Les conditions de change anglo-sud-africain viennent donc augmenter ou diminuer le bénéfice des banques sud-africaines. Jusqu'en 1920, par suite des difficultés d'exportation du métal, la livre sud-africaine suivit le cours de la livre anglaise. De nombreux billets furent alors émis par les banques du Transvaal qui avaient la liberté d'émission. Ils étaient d'ailleurs remboursables en or.

En 1920, la demande d'or des Indes provoqua la sortie des métaux du Transvaal. Les banques sud-africaines furent assaillies de demandes de remboursement en métal. Elles durent alors en acheter à Londres. En février 1920, la moitié du métal envoyé à Londres était réexpédiée au Cap. La fuite de l'or provoquait une dépréciation du change africain. Mais en janvier 1921, après une crise qui avait ralenti les exportations et entraîné une balance commerciale défavorable pour l'Union sud-africaine, les exportations reprennent. En avril 1921, le change africain fait prime sur la livre sterling. Le Transvaal décide alors le retrait de l'or de la circulation et crée des certificats d'or émis par une banque centrale, spécialement créée à cet effet, qui ne rembourse les billets que si le prix de l'or est inférieur au taux légal de la Banque. Mais celui-ci étant identique à celui de Londres le problème de la parité des deux livres est résolu.

Désormais, ces difficultés étant surmontées, passé le

délai de cinq semaines l'or était acquis au cours officiel par la Banque d'Angleterre. L'or ne provenant d'ailleurs que des mines ne pouvait obtenir aucune autorisation d'exportation. Ainsi l'or d'origine Soviétique fut acquis à des cours voisins du prix légal de 77 sh. 9 d. l'once standard. Le prix de l'once sur le marché libre tombe de 100 sh. à 90.

La politique de l'Angleterre sera de diriger la plus grande quantité possible de métal vers les Etats-Unis pour y provoquer une diminution de la puissance d'achat du dollar qui facilitera le retour à la parité du dollar et de la livre sterling. Au cours de 1921, les importations d'or à Londres ont atteint 42 millions de livres dont 37 venaient de l'Amérique du Sud. Les exportations s'élevaient à 53 millions dont 47 1/2 aux Etats-Unis. Aussi, fin du mois de décembre 1922, le cours de l'once standard ne cotera plus que 88 sh. 5 d.

A la fin de 1920 la parité de la livre et de l'or sur un marché libre paraissait fort éloignée. La circulation de la Banque avait cru de 29 millions de livres, au 27 mai 1914 à 133 millions de livres, au 29 décembre 1920. L'encaisse de 36 millions de livres à 91.200.000. Mais il faut surtout tenir compte de l'existence d'un facteur particulier : les billets émis par le gouvernement anglais, et qui portent le nom de Currency notes. Le principe sur lequel repose l'émission fiduciaire, en Grande-Bretagne, s'opposait à ce que la Banque créât des billets non garantis par de l'or. Le Bank Act fut bien suspendu, au début de la guerre, mais la Banque n'usa des facultés qu'il mettait à sa disposition que pendant une semaine. Cependant, les besoins énormes que faisait naître la guerre rendaient nécessaire une augmentation rapide de la circulation. On se décida donc à créer, par une loi

du 6 août 1914, des billets d'Etat, ayant cours légal illimité, gagés partiellement par une réserve d'or de £ : 28.500.000 et par des billets de la Banque d'Angleterre, et pour le surplus des valeurs de l'Etat. La loi donnait au porteur de ces billets le droit d'obtenir, à la Banque d'Angleterre, le remboursement à vue en monnaie d'or. Au 31 décembre 1920, les Currency notes en circulation représentaient un total de £ : 316.974.800 couverts par de l'or jusqu'à concurrence de 13 %.

Les chiffres qui précèdent mettent en évidence un fait bien grave ; un fait si grave que Londres n'a jamais consenti à l'énoncer ouvertement : l'étalon d'or a cessé d'être à la base du système monétaire anglais. Les mouvements d'or qui ont eu lieu pendant la guerre ont eu pour conséquence de faire disparaître, pour un temps, ce marché libre de l'or qu'une pratique séculaire avait fixé sur les bords de la Tamise.

En dehors de tous les inconvénients qui résultent naturellement de l'inflation du stock monétaire et des crédits, il va de soi que , les engagements de la Banque en étant venus à dépasser de beaucoup son encaisse, il lui était impossible de rembourser en or les billets émis par elle et les Currency notes émis par le gouvernement. La réserve métallique n'y aurait pas suffi. C'est pourquoi la remboursabilité du billet, bien qu'elle n'ait jamais cessé d'exister *théoriquement*, n'est en fait, qu'une chimère. Lorsque des particuliers demandent à la Banque d'Angleterre le remboursement en or des billets qu'ils détiennent, on fait appel à leur patriotisme, et, dans la plupart des cas, ils s'inclinent. Toutefois, s'ils insistent, et s'ils produisent des « raisons suffisantes» de leur insistance, la Banque consent à leur verser de l'or, mais aux trois conditions suivantes : ils doivent en signer le reçu,

s'engager à ne pas l'exporter, et s'engager à ne pas le fondre pour en fabriquer des bijoux ou des objets d'art. Cet or ne peut donc être utilisé par eux que pour des règlements sur le marché intérieur; mais ces règlements s'effectuent aussi commodément en billets de banque, ou en Currency notes, puisque les prix ne sont pas dédoublés, et il ne saurait y avoir, dans ce cas, de « raison suffisante » pour accorder le remboursement.

On voit par quel subterfuge la Banque d'Angleterre est arrivée à protéger sa réserve de guerre sans que le cours forcé ait jamais été établi. Mais un fait brutal n'en existe pas moins : c'est que les détenteurs de billets, de chèques, de titres de crédit quelconques libellés en sterling, ne peuvent plus dire que leur papier vaut de l'or. Mais chaque jour modifie cette situation.

A la paix, la livre subit un certain fléchissement ; c'était fatal puisque l'Angleterre se trouvait dans une position débitrice à l'étranger. Pour rétablir d'une manière indiscutable la livre sterling comme moyen international de paiement, il était nécessaire de la ramener, d'une manière aussi stable que possible, à la parité de l'or. En effet, comment établir des compensations avec une monnaie à cours variable.

Pour arriver à ce résultat, la Grande-Bretagne devait obtenir la réparation des pertes qu'elle avait subies. réaliser des économies et payer ses dettes. Elle se mit à la besogne avec une continuité de vues dont elle ne pouvait prendre exemple que dans sa propre histoire et avec une ardeur qu'un peuple ne tire que de la victoire.

La marine anglaise avait été de toutes les marines alliées la plus éprouvée par la guerre et c'était par les torpillages que l'Angleterre avait subi ses principaux

dommages de guerre : on lui attribua en compensation la plus grande part de la flotte de commerce allemande et la reddition de la flotte de guerre ennemie fut exigée. On se souvient comment elle fut détruite, à Scapa-Flow. Ainsi la supériorité maritime anglaise fut vite rétablie. Les Américains cherchèrent bien à la lui disputer : ils ne purent y réussir, faute d'équipages pour monter l'énorme flotte qu'ils avaient construite à grands frais pendant la guerre.

Les sacrifices que les Anglais avaient consentis en matière de taxation furent maintenus. D'importantes économies furent réalisées sur l'armée, car la position insulaire de la Grande-Bretagne, ainsi que la confiance qu'elle avait mise dans la Ligue des Nations, les lui rendaient possibles. Il fallait réduire la marine : l'Amérique, la seule nation dont l'Angleterre pouvait redouter la compétition, la seule nation qui pouvait la dépasser dans la course aux armements, vint à son secours. Il ne serait pas nécessaire d'invoquer d'autre motif à la faveur qui accueillit, en Angleterre, la réunion de la conférence sur la limitation des armements navals.

Enfin, l'Angleterre entreprit la liquidation de ses dettes et créances de guerre. Sa part de l'emprunt anglo-français, les bons du Trésor qu'elle avait émis sur le marché américain, ses soldes débiteurs dans les banques étrangères furent scrupuleusement payés à leur échéance ; elle signa un arrangement pour le remboursement des avances reçues du gouvernement américain ; enfin, elle proposa, sinon de remettre totalement, du moins de réduire les créances qu'elle-même possédait sur les gouvernements alliés.

En même temps, elle s'attachait à une politique intérieure de déflation. Ainsi le but proposé fut obtenu et

la livre revint promptement à un point très voisin de la parité avec l'or. Déflation et hausse du change étaient une dangereuse expérience pour un pays chez lequel l'exportation constitue une nécessité vitale. Elles risquaient de causer une diminution dans ses exportations, et, comme conséquence, une limitation dans la production qui à son tour, amènerait le chômage.

Une crise s'ensuivit effectivement. Mais, sur ce point même, la nature et les événements vinrent en aide à l'Angleterre. Le principal article de ses exportations, en effet, n'est pas un produit manufacturé : c'est le charbon, qui constitue une nécessité pour le monde entier. La demande sur les charbons anglais a été intensifiée par la surproduction allemande. Les filés et tissus de coton, qui viennent au second rang comme articles d'exportations, résistent également : en effet, grâce à la hausse de la livre, elle paie sa matière première moins cher, à l'inverse de l'Allemagne, sa principale concurrente.

Ainsi, l'Angleterre a recouvré sa place à la tête du commerce du monde : elle a maintenu la livre sterling comme monnaie universelle. Il n'existe pas dans l'histoire de lutte économique où un peuple ait montré plus de patience, de ténacité et d'énergie.

Ce n'est point tant par une politique de déflation que l'Angleterre restaure la puissance d'achat de la livre que par un retour à l'activité commerciale et bancaire. Le total des pouvoirs d'achat dont dispose la collectivité anglaise n'est pas très différent à la fin de 1922 de ce qu'il était en décembre 1919. Ce qui n'a pas empêché M. Mac Kemma, président de la London Joint City and Midland Bank d'affirmer le 24 janvier 1923 que la déflation était la cause de la dépression commerciale anglaise.

En fait il y a eu réduction des dépôts par rapport à

l'année 1920. Mais ce résultat était inévitable. L'année 1920 fut caractérisée par un boom des valeurs. Il y a réduction des currency notes. Qui pourrait se plaindre de cet assainissement ? Mais le rôle capital a été joué par la politique fiscale. L'Angleterre a mis son budget en équilibre. Elle a définitivement écarté tout danger d'inflation nouvelle. C'est la transformation des déficits budgétaires en excédents permettant la réduction déjà considérable de la dette publique qui a été la cause réelle de la réappréciation extérieure et intérieure de la livre.

Le marché de Londres, sous l'impulsion de cette politique, redevient rapidement le centre des transactions internationales. La livre tend à la parité avec le dollar. Elle n'offre plus au milieu de 1923 que quelques points d'écart. Le marché de Londres a pu émettre des valeurs, dans les six premiers mois de 1922, pour un montant légèrement inférieur à celles qui ont été placées aux Etats-Unis. (2.688 millions de dollars aux Etats-Unis ; 2.245 millions de dollars en Angleterre). De plus le marché de Londres a été rapidement renfloué par le concours même des pays d'Europe. Certains détenteurs de capitaux, dans les pays à monnaie dépréciée, par peur de la dépréciation de leurs changes, vendent leurs monnaies aux guichets des succursales des banques anglaises contre des crédits en livres, ils vendent à proprement parler leurs richesses pour un loyer de 2 %, taux qui leur est servi par les banques, richesses qui seront reprêtées à 7 et 8 %. La mise en sécurité des capitaux européens à Londres a contribué pour beaucoup à augmenter les disponibilités de cette place en 1922, c'est à elle qu'est due en partie la hausse du Stock Exchange et l'accueil de Londres aux emprunteurs étrangers. En vendant leurs disponibilités aux Anglais les industriels allemands

notamment préparent la concurrence de l'industrie britannique sur les marchés qui seront ouverts à cette industrie par la finance anglaise. Le mécanisme est même encore plus avantageux aux Anglais que l'on ne l'imagine en général, car non seulement ils prêtent avec profit les crédits en livres qu'ils ont ouverts aux vendeurs de monnaies étrangères, mais ils leur reprêtent même sur place leurs propres monnaies qui ne quittent pas les succursales des banques anglaises. Les Anglais perçoivent un loyer sur la marchandise vendue et une différence de taux d'intérêt sur l'emploi de la marchandise achetée, sans compter la préparation à un essor nouveau de leur industrie.

Malgré des secousses répétées depuis 1914, le marché de Londres, sans être redevenu le pôle unique monétaire, est d'ores et déjà le pôle par excellence du crédit.

Qu'est-il advenu des ambitions américaines qui, au lendemain de l'armistice, entrevoyaient l'hégémonie de l'or en leur faveur ?

CHAPITRE III

Les Aspirations et les Déceptions du Marché Américain

Les divers phénomènes économiques : commerce extérieur, ouverture de crédit, rapatriement de valeurs monétaires, mouvement de l'or — ont eu, sur la situation du marché monétaire américain, une répercussion que l'on peut synthétiser de la façon suivante :

A la date du 1er juillet 1914, le total du numéraire existant aux Etats-Unis s'élevait à $: 3.738.288.871. Au 1er juillet 1919, ce total était passé à $: 7.588.473.771. Le total des monnaies *effectivement* en circulation s'élevait, le 1er juillet 1919, à $: 4.842.235.415, contre $: 3.402.015.427 au 1er juillet 1914. En d'autres termes, les moyens de paiement s'élevaient à $: 34,35 par habitant en juillet 1914, et à $: 45 par habitant en juillet 1919. Bien que le total du numéraire existant dans le pays eût doublé il n'y eut, pour la monnaie en circulation, qu'une augmentation inférieure à 50 %, parce qu'une

grande partie de l'or importé dans le pays, à la suite des échanges résultant de la guerre, fut conservée dans les Banques de Réserve Fédérale, comme une réserve supplémentaire. L'or, en circulation, en juillet 1919, avait diminué d'un tiers par comparaison avec le mois de juillet 1914. L'augmentation nette de moyens de paiement en circulation est représentée dans une large mesure par l'émission des billets de la Réserve Fédérale, dont le total s'élevait, le 1er juillet 1919, à environ $: 2.500.000.000.

Quant aux dépôts en banque, la comparaison est plus difficile à établir. Le total des dépôts, pour toutes les banques des Etats-Unis qui ont publié leurs bilans, atteignait, le 29 juin 1914 : $: 21.329.709.000.

Il est impossible de donner avec exactitude absolue le chiffre correspondant à la date du 30 juin 1919. Aux environs de cette date, on dispose des chiffres suivants :

Dépôts dans les Banques Nationales $:	15.924.865.000
Dépôts dans les Banques de Réserve Fédérale $:	2.436.757.000

Le 29 juin 1918, on relevait dans les chiffres publiés par les banques autres que les Banques Nationales et celles de la Réserve Fédérale, le chiffre total de $: 17.750.005.000 pour les dépôts de toute nature. Si, de 1918 à 1919, ce total n'avait pas varié (il est certain qu'il a dû augmenter), on peut évaluer à $: 36.111.727.000 le chiffre des dépôts de toutes les banques qui ont publié des statistiques, à la date du 30 juin 1919.

A cette même date, 9.000 banques étaient affiliées au Federal Reserve System : en fait, tous les grands établissement de banque du pays y ont adhéré. Les billets de la Réserve Fédérale, gagés sur du papier de commerce,

et garantis par des réserves d'or, font maintenant, d'une façon permanente, partie intégrante de la monnaie en circulation dans le pays. Les billets de banque de la Réserve Fédérale sont une nouvelle forme de monnaie. Ces billets avaient été primitivemement émis pour prendre la place des billets des Banques Nationales qui pourraient être retirés de la circulation. Mais on a trouvé pour eux un nouvel usage : pendant la guerre, les Etats-Unis, afin de satisfaire partiellement la demande continuelle d'argent qui émanait des pays d'Orient, ont fondu ou retiré de la circulation des millions de dollars d'argent. Les billets de banque de Réserve Fédérale les remplacèrent.

Tout au moins étaient-ils solidement gagés par les afflux d'or. Et ceux-ci tout d'abord ne purent provoquer une inflation des prix. Ils arrivèrent dans un pays ayant une circulation monétaire insuffisante, étant donnée l'importance des transactions commerciales à l'intérieur et à l'extérieur. La preuve en est dans ce fait que les moindres déplacements de numéraire, à l'intérieur des Etats-Unis, à l'époque des règlements de récoltes, notamment au cours des mois de janvier, février et mars, y provoquaient régulièrement un renchérissement de l'argent dans des proportions que l'on ne connaissait dans aucun autre pays. Par conséquent, il est très exact de dire que les afflux d'or aux Etats-Unis dans les premières années de guerre, en 1915 et 1916, ne constituaient nullement un élément d'inflation. Ces arrivées de métaux précieux aux Etats-Unis venaient renforcer un stock métallique notoirement restreint.

On ne peut prétendre que pendant les premières années de guerre, jusqu'en avril 1917, époque de l'intervention des Etats-Unis dans la guerre, les afflux

d'or aient constitué un élément d'inflation aux Etats-Unis, donc que l'or ait perdu de sa puissance d'achat. Au contraire, il faut constater, à partir de 1917, un accroissement du coût de la vie. Les nombres indices passent de 120 en 1916 ; à 187 en 1917 ; à 198 en 1918 ; à 219 en 1919 ; à 262 en 1920. Ce résultat est dû d'abord au rôle joué par les ouvertures de crédit dès les premières années de guerre. Dès 1915, l'Angleterre et la France ont été obligées de recourir à ces modalités et dès les années 1915 et 1916, on constate une augmentation sensible dans le volume des dépôts des Banques de Réserve Fédérale aux Etats-Unis et dans le volume des dépôts des autres banques. C'est bien là la cause qui a provoqué, en partie, l'accroissement du prix de la vie.

Ce n'est pas la seule, bien entendu. Cet accroissement du prix de la vie a été intensifié par suite des larges consommations de l'Europe, soustrayant des tranches énormes de biens matériels aux Etats-Unis. Cet accroissement du prix de la vie a été excité aussi par les très hauts salaires donnés aux masses ouvrières aux Etats-Unis, d'autant plus libéralement que c'était l'Europe, qui, en définitive, devait en supporter la charge. Et, par conséquent, on arrivait ainsi au développement des besoins d'ordre nouveau dans ces masses populaires.

Par ce jeu, on arrivait à créer un « standard of life » comportant non seulement l'installation confortable dans la demeure, mais, en outre, l'usage étendu de voitures automobiles, de moyens de locomotion perfectionnés. Cet accroissement de besoins se traduisait par une intensité de demandes qui, si elles étaient soutenues par des moyens monétaires, devaient provoquer une hausse des prix. Les possibilités de règlements qui ont soutenu ce dévelop-

pement, ce sont les mécanismes d'ouvertures de crédit, soit par les Banques de Réserve Fédérale, soit par les Banques Nationales, soit par les banques adhérentes au système de Réserve Fédérale.

Les statistiques à ce point de vue sont tout à fait probantes. Nous sommes en présence d'accroissements constants de disponibilités bancaires aux Etats-Unis. Et, de plus, n'oublions pas que nous sommes également en présence d'un accroissement d'intensité de circulation. D'abord accroissement des dépôts ; on a vu plus haut qu'au 29 juin 1914, le total des dépôts pour toutes les banques des Etats-Unis ayant publié leurs bilans, atteint 26 milliards de dollars. Par conséquent, de 21 milliards de dollars, ils sont passés à 35 milliards de dollars.

En outre, il faut tenir compte, pour bien comprendre ce mécanisme d'inflation, des mouvements d'intensité de circulation. A ce point de vue, les chiffres concernant la masse des compensations aux Etats-Unis, sont intéressants : pour la seule période précédant l'entrée en guerre des Etats-Unis, nous avons en 1913, un total de 169 milliards de dollars, compensés ; en 1915, 187 milliards de dollars compensés, par toutes les clearings des Etats-Unis ; en 1916, 258 milliards de dollars.

Le total des règlements par ces Chambres de compensation s'élevait en 1914 à 155.245 millions de dollars ; en 1918 à 332.254 millions de dollars ; en 1919 à 417.785 millions de dollars ; en 1920 à 451.103 millions de dollars.

Ce sont ces deux manifestations : d'une part, accroissement du volume des dépôts ; d'autre part, très grande intensité de circulation de tous les moyens monétaires des Etats-Unis, qui nous expliquent l'augmentation des des prix aux Etats-Unis, beaucoup plus que la détention

d'un stock d'or qui a crû, et dont l'accroissement a été certainement la cause initiale du mouvement, mais qui n'a pas joué le rôle exclusif qu'on lui a attribué parce que, comme l'ont fait valoir les rédacteurs de la notice publiée par la Société des Nations, à la veille de la Conférence de Bruxelles, cet or, envoyé aux Etats-Unis, n'est pas entré effectivement dans la circulation. Une partie seulement de l'or a été mise, dans la circulation, à la disposition des habitants des Etats-Unis.

Par conséquent, les formules extrêmement simplistes, qui ont été répandues à profusion dans la presse européenne, en ce qui concerne le rôle de l'or dans l'inflation aux Etats-Unis ne paraissent pas exactes.

Assurément, l'or, par le fait du mécanisme des ouvertures de crédit, du mécanisme des dépôts et des comptes courants par le fait de l'augmentation d'intensité de circulation, a perdu provisoirement, de son pouvoir d'achat. Mais il l'a perdu en répercussion d'événements extérieurs venant peser sur lui et non point par son propre rôle.

Quel fut donc le mécanisme des ouvertures de crédit non plus dans la première période de la guerre, mais à partir d'avril 1917 ?

Ce ne sont plus les consortiums bancaires, ce ne sont plus de grandes entreprises qui vont ouvrir des crédits à l'Europe, c'est l'Etat américain qui va se substituer, dans le mécanisme des ouvertures de crédit, aux établissements financiers. Pour cela il va être obligé de demander aux Banques de Réserve Fédérale, aux banques adhérentes au Système Fédéral, un concours analogue à celui qui fut demandé par l'Etat anglais aux banques anglaises.

Quelle en a été la conséquence ?

Les ouvertures de crédit furent faites par les banques

grâce aux demandes de nombreuses personnes, qui avaient des dépôts en banques, et qui souscrivaient aux titres émis par l'Etat. Mais, en outre, aux Etats-Unis, se généralisa la pratique recommandant aux souscripteurs de s'engager, non seulement jusqu'à concurrence de leurs ressources immédiatement liquides, mais encore d'obtenir de leurs établissements bancaires des ouvertures de crédits complémentaires pour se porter acquéreurs des titres émis par l'Etat sur le marché.

Et telle a été l'origine des pratiques de très larges ouvertures de crédit, qui devaient mener à l'inflation et à la crise de 1920.

Lorsqu'on regarde de près l'accroissement de la circulation, l'accroissement des comptes courants et dépôts, l'accroissement des prêts sur titres aux Etats-Unis et des prêts sur effets de commerce, à travers les différents chapitres, jouant dans le système des banques de réserve fédérale, on s'aperçoit que c'est bien à partir de juin 1917 que l'on assiste à l'accroissement du volume d'inflation.

Quelques chiffres préciseront ce mécanisme des Banques de Réserve Fédérale, depuis juin 1915 (c'est à partir de cette année seulement qu'on peut trouver des indications précises, le système des Banques de Réserve Fédérale ayant été en voie de réorganisation la veille de la guerre).

	Circulation	Comptes courants et dépôts	Avances à l'Etat	Prêts sur titres aux Etats-Unis	Prêts sur effets de commerce
	(en millions de dollars) (1)				
Juin 1915	24	400	28	—	55
Juin 1917	509	1.033	73	—	399
Juin 1918	1.722	1.558	259	435	651
Juin 1920	2.169	1.874	336	1.295	1.640

(1) Circulaire du Federal Reserve Board.

Ces écritures nous permettent d'affirmer que, somme toute, dès le lendemain de l'entrée en guerre des Etats-Unis, le mécanisme des avances faites à l'Etat américain par l'intermédiaire des banques, s'est développé rapidement, et il devait continuer à progresser jusqu'en 1921.

Les principales banques adhérentes au Système de Réserve Fédérale ont inscrit :

	Escomptes	Avances	Avances sur titres des Etats-Unis	Dépôts à vue	Dépôts à terme
	(en millions de dollars)				
Fin déc. 1917	9.574	368	692	8.470	1.322
Fin déc. 1919	9.393	4.398	2.002	11.609	2.334
Fin déc. 1920	11.264	4.015	1.416	10.654	2.769

Il est donc exact de soutenir qu'après l'entrée en guerre des Etats-Unis et la substitution du crédit de l'Etat au crédit des particuliers, jusqu'à la fin de 1919, le développement des dépôts, le développement du mécanisme des avances, n'a pas été ralenti. D'où les répercussions sur les prix.

En prenant pour base l'indice de l'année 1913, à laquelle nous appliquons le chiffre 100, nous voyons qu'en 1915, aux Etats-Unis, il y avait eu assurément augmentation de l'indice, par conséquent, diminution de la puissance d'achat des moyens monétaires, puisqu'il y avait lieu d'inscrire un nombre indice de 126. Mais dans l'espace d'une seule année, 1916-1917, le nombre indice s'élève brusquement et nous voici en face d'une augmentation de prix de toutes les catégories de marchandises aux Etats-Unis, le nombre indice s'inscrivant à 170. Au cours de l'année 1918, le nombre indice s'inscrit à 203, et en 1919, nous sommes en présence de l'indice 202.

Au cours de 1920, il est mieux d'étudier les variations mais nous constatons que *l'indice moyen le plus élevé aurait été atteint en janvier 1920*, c'est-à-dire que c'est à cette époque, janvier 1920, que le prix de la vie a atteint son maximum de renchérissement aux Etats-Unis, ainsi que les prix de toutes les catégories de marchandises.

A partir de cette date, l'indice diminue, d'abord avec lenteur, ensuite avec une rapidité qui provoque, sur le marché américain, de nombreuses catastrophes. Après l'inflation, c'est la déflation qui se dessine, c'est la crise économique qui, apparue tout d'abord en Chine et au Japon, gagne de là les Etats-Unis, puis l'Europe à peine échappée à la guerre. La baisse des prix devient générale, la production se ralentit, l'industrie naguère florissante, se trouve menacée d'une ruine complète. Les transports sont paralysés ; les navires, faute de frets, restent désarmés dans les ports, les changes sont affolés. Une vague de protectionnisme déferle sur tous les pays du monde, et envahit même ceux qui, avant la guerre, avait fait du libre échange une tradition. A l'intérieur de chaque pays, la crise internationale s'accompagne d'une crise nationale. Les finances publiques ont été épuisées par cinq ans de guerre, les budgets sont bouleversés : l'Europe souffre, dans la paix, parce qu'aucun des grands problèmes que la guerre a fait naître n'a reçu la solution qu'imposent les circonstances. La vie internationale s'est développée à tel point, depuis cent cinquante ans, qu'aucun pays ne saurait être prospère si le reste du monde, ou si une partie importante du monde, est en état de crise et d'instabilité. C'est pourquoi le déséquilibre économique de l'heure présente, s'il pèse plus particulièrement sur certaines nations, affecte cependant toute la communauté des peuples, et risque d'avoir les plus gra-

ves conséquences si la bonne volonté générale ne s'efforce pas d'y porter remède.

Les Etats-Unis entendent garder des suites de la guerre un triple avantage : Etre les premiers détenteurs d'or du monde ; les créanciers de l'Europe, les principaux exportateurs de produits manufacturés en Extrême-Orient et sur le continent américain.

La détention de l'or, gardé avec un soin jaloux dans les encaisses des banques a été la cause du renchérissement de l'argent exagéré et passager, au cours de la guerre et après l'armistice. La baisse du métal blanc a facilité le déclanchement de la crise de 1920 dont les Etats-Unis ont eu le premier et le plus sévère contre-coup. En effet, dès que le marché chinois a redouté une baisse du métal blanc, les spéculateurs de Shanghaï, de Canton ont cherché à réaliser par tous les moyens les stocks de soie acquis au cours des premiers mois de 1920, surtout pour le compte des Etats-Unis. Des exportations d'or plus larges en 1919 et 1920 avaient évité la hausse du prix de l'argent, donc atténué les effets de la crise.

Malgré cette leçon, les Etats-Unis persistent dans leur pratique de règlements des soldes en leur faveur par des importations de métal. En 1921, l'excédent des importations d'or aux Etats-Unis fut de 667 millions de dollars. Mais elles ont diminué de 60 % entre 1922 et 1921, (231 millions de dollars en 1921). Ces formidables remises n'ébranlent cependant pas les réserves d'or des Etats européens.

Situation comparée des réserves d'or en millions de Livres Sterling.

	Fin de 1921	Fin de 1922	
Angleterre	128.430.000	127.444.000	
France	143.032.000	146.812.000	
Allemagne	49.685.000	50.111.000	
Autriche-Hongrie	10.944.000	10.944.000	
Espagne	100.398.000	100.955.000	
Italie	33.828.000	35.039.000	
Hollande	50.497.000	48.482.000	
Belgique	10.663.000	10.757.000	
Suisse	21.806.000	21.359.000	
Suède	15.270.000	15.221.000	
Danemark	12.685.000	12.682.000	
Norvège	8.115.000	8.183.000	
Japon		118.269.000	
Etats-Unis		630.459.000	(1)

Ce sont les résultats de la production sud-africaine et indirectement la vente de l'or russe qui alimentent les importations du métal jaune aux Etats-Unis. Au total l'afflux d'or n'ébranle pas la résistance de la place de Londres.

Celle-ci conclut même avec son créancier un accord pour le remboursement de sa dette au Trésor fédéral. Dès 1922, cent millions de dollars sont versés en six mois.

---

(1) Circulaire du Federal Reserve Board.

Et l'Angleterre s'efforce de se libérer en métal pour amener ainsi une dépréciation des cours du dollar et faciliter le retour à la parité du dollar et de la livre.

Enfin, par une politique protectionniste étroite, les Etats-Unis s'efforcent de ralentir les transactions avec l'Europe. Singulière conception pour des politiques ayant l'ambition de créer à New-York un pôle monétaire.

Les Etats-Unis ont pensé que la détention d'un énorme stock de métal jaune permettrait d'atteindre ce résultat. Ils n'ont pas compris qu'il était indispensable d'avoir un immense trafic de devises, de crédits nés à l'occasion des échanges. Ils n'ont pas vu l'outillage de renseignements, d'informations, de spécialité en matière de négoce d'acceptation qu'avait la place de Londres et qui était l'assise de sa puissance.

Ils sont devenus grâce à la guerre une tire-lire ; ils n'ont pu, ils n'ont su organiser un véritable pôle de crédits. Leur pratique insuffisante des crédits et des règlements internationaux explique leur échec et la persistance de Londres comme centre d'attraction des opérations internationales de règlements et d'emprunts.

Au cours de l'année 1923 une double inquiétude trouble les financiers des Etats-Unis : la diminution graduelle des exportations vers l'Europe et la progression des importations ; les inconvénients de l'accumulation de l'or.

Si l'on compare le commerce extérieur des Etats-Unis en 1922 et en 1921, le fait caractéristique que l'on constate est une diminution continue des exportations et une augmentation non moins continue des importations en prenant pour base leur valeur. D'après les chiffres exacts, la diminution des exportations a été légèrement inférieure à l'augmentation des importations : $ 653 millions contre $ 603 millions.

Cette modification a eu pour résultat de réduire la balance favorable de l'exportation à $ 719 millions ; c'est le chiffre le plus bas depuis 1914,et c'est à peine s'il est supérieur de 4 % à celui de la dernière année d'avant-guerre.

L'ampleur de la variation dans le rapport des exportations aux importations, qui a ainsi réduit la balance commerciale à son niveau d'avant-guerre, ressort notamment de la constatation qu'en 1919 l'excédent des exportations était supérieur à 4 milliards de dollars, soit à peu près six fois autant que l'excédent constaté en 1922. Si l'on tient compte toutefois des modifications de prix, la diminution des exportations en 1922 est probablement moindre que les évaluations seules permettraient de le supposer.

La diminution de valeur des exportations ressort à 14 % en comparant les chiffres avec ceux de 1921.

Dans une étude publiée par la National Bank of commerce de New-York, en juin 1923, un financier constate « que si, en théorie le système monétaire des Etats-Unis, comporte le marché libre de l'or, en fait ce mécanisme ne joue pas, parce que la plus grande partie du marché mondial de l'or est morte. Il est entré librement par nos ports une telle quantité d'or que cela a détruit une partie de la valeur de celui que nous possédions déjà. Il est impossible, cependant, d'exporter l'excédent d'or et de la monnaie d'or de chez nous dans les conditions actuelles.

« Cette situation a déjà provoqué une diminution sensible dans la valeur de la monnaie. Cette baisse a fait disparaître une partie importante des épargnes accumulées dans les années d'avant-guerre, a créé des bénéfices fictifs, a provoqué d'immenses spéculations, et, en fin de

compte, beaucoup de pertes. Elle a empêché le développement des affaires saines et a parfois tellement désorganisé les prix des marchandises et des services qu'elle a causé un grave mécontentement et une agitation dangereuse parmi les agriculteurs et ouvriers. Elle a finalement créé un problème des salaires qui, même aujourd'hui, menace beaucoup l'industrie. »

La préoccupation de ceux qui détiennent ou qui contrôlent ces stocks d'or et d'arrêter une nouvelle baisse de valeur, car, naturellement, pour eux, baisse signifie perte. Actuellement, la tendance des prix et des salaires en général est à la hausse, mais, à cette tendance à la hausse des prix, quelques exceptions importantes se manifestent dans les produits agricoles. Ceux-ci restent en arrière par suite de la nécessité où sont les producteurs agricoles de vendre à l'étranger.

Les bénéfices des grandes villes, comparés à ceux de l'agriculture, sont accrus aussi bien par les droits de douane que par la politique d'opposition à l'immigration. C'est la population rurale qui doit payer plus cher pour ses vêtements et autres consommations sans aucune augmentation de salaires ou de bénéfices. Car, non seulement elle n'est « pas protégée », mais elle doit supporter le coût de la protection. Economiquement, l'abandon de l'agriculture continuera à cause de la hausse des prix jusqu'à ce que, par la hausse des prix de ses produits, l'agriculture redevienne de nouveau avantageuse, méritant qu'on y investisse de l'argent. Mais, dans ce cas, les exportations de produits agricoles devront être restreintes par suite de leur coût plus élevé.

Il ne saurait être question, étant donnée la politique présente des Etats-Unis, de continuer à vendre un excédent de produits agricoles à l'étranger, aux prix mon-

diaux, sans diminuer les bénéfices nets agricoles et sans courir le risque d'un dépérissement agricole.

Or une agriculture prospère, aux Etats-Unis, est réellement la clef de la situation des affaires, car si, partiellement à cause de la politique douanière et de la politique d'immigration, partiellement à cause de l'inflation provoquée par l'accumulation des réserves d'or, les prix des objets fabriqués et des salaires urbains s'élèvent à de nouveaux niveaux de record et si cette hausse produit une explosion de spéculation et une course effrénée après des bénéfices, eux-mêmes spéculatifs, le pouvoir d'achat de la classe agricole sera rapidement dépassé et cela se traduira par une énorme réaction des prix, par l'effondrement des valeurs qui auront été comptées pour des sommes tout à fait exagérées, enfin par d'immenses pertes, des faillites et une catastrophe.

Le danger qui menace l'Amérique est clairement vu par quelques hommes d'affaires, mais ils ne semblent pas en comprendre la vraie cause. La cause est discutée comme si tout le danger devait être attribué à la réserve d'or et comme si la politique économique n'avait aucune influence. Le danger naît de ces deux éléments et il se trouve qu'ils opèrent dans le même sens et en même temps. La question est donc de savoir quel est le contrôle à appliquer.

L'un des expédients les plus en faveur est celui qui consiste à relever les taux d'escompte des banques de réserve fédérale de manière à rendre les banques ordinaires plus prudentes dans leurs concessions d'avances et de crédits. Mais il n'est pas facile de maintenir les taux d'escompte à un niveau artificiellement élevé, et, aux Etats-Unis, ce n'est qu'un remède partiel.

Un autre expédient consiste à exporter la réserve d'or

qui constitue un excédent évident. Cela est une saine manière de voir ; mais, comme on l'a fait remarquer, le marché mondial pour la libre disposition de l'or a disparu et le capitaliste américain n'a, pour le moment, aucun goût pour les placements à l'étranger. L'état des affaires en Europe barre la route à ces sorties de capitaux. En attendant, les individus aux Etats-Unis commencent à s'apercevoir que l'or, au lieu d'être, comme ils se l'imaginaient, une richesse passive ayant une valeur fixe, n'est qu'un instrument n'ayant qu'une valeur relative ; et qu'avec cet instrument surabondant et une demande de marchandises et de services plus accentuée et plus exigeante, la valeur relative de cet instrument doit diminuer.

Le pouvoir d'achat du dollar doit baisser jusqu'à ce que l'on trouve un débouché pour l'emploi de l'excédent d'or à l'étranger sous forme de placement. Il n'y aurait aucune difficulté à réajuster les réserves d'or et il n'y aurait aucun obstacle au libre mouvement de l'or si l'Europe effectuait un règlement politique définitif et si les échanges entre les peuples, sur la base de la spécialisation des productions redevenaient actifs. Dans l'état actuel des choses, l'Europe est appauvrie et les Etats-Unis offrent tous les symptômes qui annoncent une fièvre d'or.

CHAPITRE IV

Les Conséquences des déplacements de l'Or pour les Pays à Monnaie dépréciée

---

La thèse de l'inutilité de l'or après la guerre fut le leit motiv de certains économistes allemands. Elle a trouvé des partisans dans les pays alliés. Sur quels faits s'appuyait-elle ? Peut-on aujourd'hui l'invoquer alors qu'il faut faire œuvre de restauration économique ?

Les écrivains allemands qui prévoyaient le déclin du rôle monétaire de l'or s'appuyaient sur les résultats de l'observation. Il y aura, disaient-ils, après la guerre, un si grand nombre de pays dans l'impossibilité de restaurer la parité de leur unité monétaire avec l'or qu'il faudra trouver une autre base de mesure internationale des valeurs.

Cette thèse était soutenue dès 1917, en Autriche tout d'abord. A cette époque les économistes des Empires centraux suivaient avec vigilance les efforts faits par la

Banque d'Angleterre pour soutenir la parité artificielle de la livre et de l'or. Ils notaient que les pays neutres, tels que les Etats scandinaves, qui étaient gorgés d'or n'avaient plus que le souci d'éviter de nouvelles importations d'or.

En effet, à la fin de 1917, le billet de banque austro-hongrois n'était plus gagé qu'à concurrence de 1 1/2 à 2 % par la couverture métallique. L'or avait servi à opérer les règlements des Empires centraux sur les places neutres.

A partir du 1er août 1914, l'encaisse de la Banque de France a servi de trésor de guerre au Gouvernement français, et la Banque elle-même est devenue un organisme exportateur d'or, non seulement en ce qui regarde le règlement des dettes commerciales privées, ce qui est conforme à ses fonctions fondamentales, mais encore pour le règlement des dettes extérieures de l'Etat. Les effets des sorties d'or sur le bilan de l'Institut d'émission se sont traduits de la façon suivante : au 31 décembre 1919, l'encaisse or de la Banque s'élevait à 5.579 millions, dont 3.601 millions en France et 1.978 millions à l'étranger. Ces chiffres représentent, par rapport au 30 juin 1914, une augmentation de 1.522 millions si l'on considère l'encaisse totale et une diminution de 1.456 millions si l'on ne tient pas compte de l'or à l'étranger. Le chiffre de la circulation atteignant 37.679 millions, la proportion de l'encaisse totale aux billets était tombée à 14 % et, si l'on exclut l'or à l'étranger cette proportion s'abaisse à 9 %.

Si malgré l'importance des exportations d'or de la France, le total de l'encaisse jaune de la Banque a pu augmenter, c'est grâce aux prélèvements que le patriotisme du public a permis de pratiquer sur l'or en circu-

lation. Ces prélèvements de 1914 à 1919, ont atteint le chiffre considérable de 2.500 millions, et, par conséquent, dépassent le montant du poste or à l'étranger du bilan de la Banque à cette dernière date.

Sans vouloir émettre le moindre doute sur les facultés de paiement de la France, il est toutefois nécessaire de dire que l'encaisse d'or à l'étranger ne peut pas jouer le rôle d'une véritable encaisse. Ce serait une sorte de subterfuge que de considérer cette somme comme une réserve de même nature que celle qui est emmagasinée dans les caves de la rue des Petits-Champs. L'un des principaux rôles d'une encaisse d'or, c'est de garantir dans une mesure plus ou moins large la possibilité de conversion du billet de banque en or. L'or en Angleterre ne saurait garantir cette convertibilité, ni immédiatement, ni potentiellement, puisque son retour est soumis à un règlement préalable de certaines dettes. Ce n'est donc pas une créance dont la Banque puisse disposer en toute liberté, et il est plus sage de n'en pas faire état dans le calcul de la couverture. C'est pourquoi on peut dire que la guerre a eu pour effet de diminuer l'encaisse de 1.456 millions, et de réduire de 2.500 millions les réserves invisibles d'or, c'est-à-dire l'or détenu par les particuliers, et de ramener de 66 à 9 % la couverture métallique des billets de la Banque de France.

Si la diminution de cette dernière proportion s'explique en partie par la baisse de la réserve de métal jaune, elle s'explique surtout par l'augmentation des émissions, qui a été la conséquence inévitable du gonflement du compte des avances de la Banque à l'Etat. L'existence de ce compte d'avances, qui, au 31 décembre 1918, s'élevait à 18 milliards a eu des conséquences extrêmement fâcheuses. Si le recours de l'Etat à la Banque pendant

les premiers mois de la guerre se légitimait entièrement par les frais énormes et subits de mobilisation et de réquisition et par l'argument de nécessité, il n'en était plus ainsi à partir d'avril 1915. Une politique financière qui n'aurait pas eu pour fondement principal, la planche à billets, aurait permis à la Banque de mettre, beaucoup plus librement qu'elle n'a pu le faire, au service de l'Etat, toute la puissance de son crédit, d'exporter son or, de s'entendre avec la Banque d'Angleterre pour exercer une influence régulatrice sur le cours des changes, et soutenir plus largement le commerce français.

Il aurait fallu recourir à l'impôt, en le prélevant là où c'était possible, c'est-à-dire sur les fournisseurs de l'Etat qui, au cours des années 1914, 1915, réalisèrent des bénéfices largement consentis par l'Etat afin de stimuler les fabrications de guerre.

En retardant l'organisation de la rentrée des impôts sur les bénéfices de guerre, on laissait faire aux industriels une politique d'immobilisation ou de dilapidation qui les placerait, par la suite, en 1920, dans une situation singulièrement critique.

On modifiait aussi la nature même des rapports de la Banque de France et de l'Etat. Par l'effet de la politique suivie pendant et après la guerre, la Banque prend un caractère qui détonne singulièrement avec ses attributions normales : elle devient le financier de l'Etat, la banque de l'Etat et l'auxiliaire des services de Trésorerie. Le Trésor n'étant pas suffisamment alimenté par la perception des impôts et l'émission des emprunts à court terme, la Banque de France se fait le pourvoyeur des caisses publiques, dans la mesure où celles-ci sont en déficit relativement aux crédits demandés. Les inconvénients d'une telle situation sont nombreux : le principal

est le risque d'une solidarité trop intime du crédit de l'Etat et du crédit de la Banque. Lorsqu'il s'agit d'une banque privée, qui n'a et ne doit avoir avec l'Etat d'autres liens que ceux qui résultent du privilège d'émission qu'elle a reçu et des engagements qu'elle a pris en retour, il n'est pas souhaitable que les deux crédits se confondent. Cette diversification du crédit est un des principaux avantages qu'offre une banque privée d'émission. Celle-ci, par sa structure, son privilège, son encaisse et ses traditions lorsqu'il s'agit d'une banque ayant un long et honorable passé comme la Banque de France, acquiert à l'intérieur du pays et à l'étranger un crédit solide, indépendant du crédit de l'Etat, surtout lorsque celle-ci a su ne pas faire peser sur la Banque, en retour du privilège d'émission, des charges disproportionnées. L'Etat de son côté possède le crédit qu'il mérite, et qui est de premier ordre lorsqu'il s'agit d'un pays comme la France, économe, honnête, riche dans le présent et fécond dans l'avenir. De sorte que l'alliance de ces deux puissances, l'Etat et la Banque, multiplie pour ainsi dire, le crédit d'une nation et augmente en cas de crise sa force de résistance. Au contraire, la Banque d'Etat tient de celui-ci à la fois sa vie et son crédit, est prospère tant qu'il est florissant, et, s'il chancelle; le suit dans sa chute.

Le mécanisme des avances à l'Etat présente donc ce danger de tendre à faire de la Banque un simple rouage des services financiers de l'Etat, à mesure que les sommes fournies par la Banque obligent à reculer davantage la limite de l'émission sans que cela soit justifié par des besoins correspondants de la circulation. Un autre danger de cette politique, et qui devient plus évident à mesure que les années s'écoulent, c'est qu'elle rend singulièrement plus malaisé le redressement des finances

nationales. Ce redressement peut s'effectuer soit par la réduction de la circulation, soit par l'augmentation de l'encaisse d'or. On verra plus loin ce qu'il faut penser de ces deux procédés, et du rôle qu'il peut sembler utile de leur attribuer dans la restauration des finances de l'Europe.

Ce qu'il importe de dire ici c'est que les exportations d'or de la France ont eu pour conséquence naturelle un affaiblissement marqué de la résistance financière de la Banque. Le total de l'or vendu ou prêté par la Banque de France à l'Angleterre, de 1914 à 1918, s'élève à 2.870 millions de francs, dont 892 millions d'or vendu et 1.978 millions d'or prêté. En supposant que la Banque, au lieu d'exporter ce métal, l'eût conservé dans ses caves, l'encaisse se serait élevée, au 31 décembre 1919, à 6.471 millions, au lieu de 3.601. La proportion de la couverture à la circulation eût été de 17 % au lieu de 9 %. Cette proportion de 17% est celle dont jouit aujourd'hui le Canada, dont le dollar fait prime sur celui des Etats-Unis.

Il n'est pas possible d'examiner, au cours de cette étude, la répercussion des mouvements de métal jaune de toutes les banques d'émission du monde, il est toutefois intéressant d'examiner comment ces mouvements ont provoqué la rupture des intimes relations monétaires qui existaient avant la guerre, entre la Suède, la Norvège et le Danemark, et une sorte de démonétisation momentanée de l'or, qui a été invoquée par des théoriciens de l'inutilité de l'or dans la période d'après-guerre.

L'union monétaire scandinave date de 1875. L'or est adopté comme base, et les monnaies d'or de chacun des trois pays ont cours légal illimité dans les deux autres. La circulation est alimentée (à part les monnaies

d'argent) presque exclusivement par les billets des banques centrales, dont le remboursement est garanti contre toute surémission par des précautions légales. Ces billets de banque n'ont cours légal que dans le pays d'émission, mais, étant remboursables en or sans préavis, ils circulent aussi facilement dans les deux autres pays.

Les banques centrales scandinaves ont toutes le monopole d'émission des billets de banque.

Le maximum de la circulation des billets de la Banque de l'Etat suédoise est fixé à un chiffre égal au double de l'encaisse métallique, dont le minimum doit être de 75 millions de couronnes or. En outre, la Banque peut émettre pour 125 millions de couronnes de billets garantis par des effets payables avant six mois en Suède ou à l'étranger.

La Banque de Norvège, institution privée, administrée conformément à des lois spéciales, peut émettre pour 45 millions de couronnes de billets sans couverture métallique, le surplus devant être entièrement représenté par l'encaisse or, qui comprend, outre l'or de la Banque, les soldes des comptes à l'étranger jusqu'à concurrence du tiers de la réserve d'or, et les soldes des comptes dans les Banques centrales de Suède et de Danemark jusqu'à concurrence de 3 millions de couronnes.

La Banque Nationale de Danemark, fondée en 1918, est une banque privée qui jouit d'un privilège d'émission. La circulation fiduciaire n'est pas limitée, mais doit être couverte par moitié par une encaisse métallique, en vertu de la loi de 1917. Les trois cinquièmes de l'encaisse métallique doivent être représentés par des monnaies d'or ou des lingots, et le reste par des soldes dans les Banques centrales de Suède, de Norvège et d'Allemagne.

Au début de la guerre, l'obligation du remboursement à vue en monnaie d'or des billets de banques d'émission scandinaves, fut suspendue par des décrets datés du 2 août 1914 en Suède et en Danemark, et les 4 et 18 août en Norvège. Peu de jours après, les exportations d'or furent interdites, avec possibilité de dispense pour les banques centrales.

Dès le 1er janvier 1916, la Banque de Suède, et dès le 2 mars 1916, la Banque Nationale de Danemark, reprirent le remboursement des billets en or, mais la défense de l'exportation était maintenue, de sorte que ce remboursement n'avait pas de sens. D'ailleurs, le 17 mars 1920, la suspension du remboursement fut renouvelée en Suède, à cause de la perte du change des couronnes suédoises en Amérique, c'est à dire de leur sous-évaluation par rapport à l'or, ce qui aurait pu entraîner des demandes de remboursement en vue de thésauriser l'or. La Banque Nationale de Danemark prit la même précaution.

La suspension du remboursement des billets de banque, qui était fatale pour l'union monétaire scandinave, dont la base est l'étalon d'or, libérait les banques centrales de restrictions légales qui limitaient l'émission des billets. Une loi du 31 août 1914 autorisa la Banque suédoise à émettre, en cas de nécessité, un supplément extraordinaire de 125 millions de couronnes. De nouveaux suppléments de 125 et de 50 millions de couronnes respectivement ont été autorisés par la suite.

Une résolution gouvernementale du 31 mars 1915 autorisa la Banque Nationale de Danemark à compter dans son encaisse or les disponibilités et avoirs à l'étranger ainsi que les fonds d'Etats étrangers au cours coté, et à émettre des billets pour un chiffre égal à deux fois et demie l'encaisse métallique, avec, en outre,

un surplus gagé par des fonds d'Etat danois, au moins pour un dixième.

Le droit d'émission de la Banque de Norvège fut étendu par une loi du 21 juillet 1916. Le chiffre des billets sans couverture fut augmenté de 45 à 70 millions de couronnes. Par la loi du 26 novembre 1920, la Banque de Norvège reçut le droit d'émettre des billets de banque jusqu'à concurrence de l'encaisse, pour un supplément de 250 millions de couronnes.

La panique du début d'août 1914 provoqua, dans les Pays Scandinaves comme chez les belligérants, un accroissement de l'émission, mais la circulation ne tarda pas à se stabiliser. C'est pendant l'été de 1915 qu'une augmentation nouvelle de la circulation se dessine, et ne fait ensuite que progresser pendant toute la guerre. L'importation de l'or en est la cause. Pendant cinq ans, les banques d'émission scandinaves s'efforcent de lutter contre l'inflation.

Les augmentations exceptionnelles des encaisses d'or ont été extrêmement fortes en Norvège et au Danemark pendant la première année et demie de la guerre. De juillet 1914 à avril 1916, l'encaisse or augmenta de 130 % en Norvège, de 79 % au Danemark et de 59 % en Suède. A la fin de 1916, la Suède, désirant recevoir surtout des marchandises importées en échange des exportations nationales, décida de suspendre l'obligation de la Banque de recevoir de l'or sans limitation au prix fixe de 2.480 couronnes par kilogramme d'or fin. Les trois pays scandinaves, en outre, décidèrent d'interdire l'exportation de l'or. Toutes ces mesures n'empêchèrent pas, d'ailleurs, les encaisses des banques d'émission de ces pays de continuer à s'accroître.

Les réserves d'or des quatorze principaux Etats

d'Europe ont progressé de janvier à juillet 1921 de 1.199.000 $ et cependant l'Europe envoyait aux Etats-Unis, pendant cette même période pour plus de 250.000.000 $ d'or.

Un grand courant s'établissait de l'Afrique du Sud vers l'Amérique par Londres, de la Russie vers l'Amérique. Au moment de la déclaration de guerre , la Banque impériale de Russie avait un stock d'or de : $ 779 millions et fin 1917, encore : $ 633 millions. Ce stock a été volatilisé. La monnaie de Suède estimait, que depuis juin 1920, 70 tonnes d'or russe avaient été reçues en Suède, raffinées et expédiées aux Etats-Unis au profit des Banques de Réserve Fédérale.

C'est d'ailleurs un fait général que nous avons constaté au cours de notre étude. L'or, pendant la guerre, s'accumule dans les banques d'émission. Même dans les pays qui ont demandé des avances, non gagées par du métal, aux banques d'émission, on a fait une politique de thésaurisation. La guerre terminée, les situations passives des belligérants, à l'exception des Etats-Unis, imposent des restrictions à la libre circulation de l'or. La prétention absurde d'ignorer la prime que fait l'or sur les monnaies de papier constitue une hérésie économique. Elle a pour effet d'immobiliser dans les banques d'émission, sans aucune utilité, un énorme capital qui pourrait être productif et de maintenir à un niveau artificiellement élevé la valeur du métal jaune, au grand bénéfice des créanciers — au détriment de leurs débiteurs.

Le fait que les encaisses des banques d'émission étaient immobilisées avait pour conséquence l'absence de contrôle des Instituts bancaires sur les mouvements des capitaux, donc sur les changes. Ainsi la guerre,

en modifiant par ses conséquences, la répartition mondiale des métaux précieux, en provoquant l'accumulation de 46 % de leur masse aux Etats-Unis, tandis que les 54 % restant sont répandus à travers le monde, a établi une situation de fait qui permet de poser deux problèmes, l'un national, l'autre international.

L'or restant restant dans chaque nation suffira-t-il à garantir la circulation fiduciaire ?

L'or jouera-t-il dans le crédit international un rôle compensateur qui maintiendra son rang d'étalon monétaire par excellence ?

Si quelques économistes ont donné une réponse négative à ces questions, d'autres plus réalistes ont constaté les résultats de la politique anglo-américaine. Ils ont reconnu que du jour où l'Empire Britannique aura apporté à l'Amérique entière, au Japon et aux anciens Neutres d'Europe, l'énorme appoint de son commerce fondé sur le standard or, il ne restera avec des monnaies dépréciées qu'une partie du continent européen, dont le rôle dans les transactions mondiales ne saurait suffire pour instituer un nouveau système monétaire. Bon gré, mal gré, la France et l'Europe centrale devront revenir au standard or. Mais comment ?

Deux systèmes sont en présence. Les uns s'attachent à cette constatation qu'il est chimérique de s'attarder à un retour aux parités monétaires d'avant-guerre. Et ils réclament une transformation des rapports monétaires et métalliques. Ce sont les partisans de la *dévaluation*.

Les autres font valoir que c'est la disproportion entre leur encaisse métallique et leur circulation de papier qui empêche les pays européens d'avoir un étalon d'or, il est évident que, pour obtenir une proportion plus favorable, il faut soit réduire la circulation, soit aug-

menter l'encaisse. Le premier de ces moyens est connu sous le nom de déflation.

Les deux économistes qui ont défendu le plus résolument la dévaluation sont MM. Keynes et Cassel. L'un et l'autre souhaitent un retour à la stabilisation relative des changes et ils ne voient d'autre moyen que dans un retour à l'or comme marchandise acceptée dans le monde entier à un prix fixe. Il faut que dans les pays où la monnaie perd plus du tiers de sa valeur par rapport à l'or, on envisage un système de convertibilité avec l'or, redevenu l'étalon commun des valeurs internationales. Et même dans les pays où la dépréciation est de 15 %, il vaudra mieux pratiquer la dévaluation que la déflation. Cette dernière serait lentement échelonnée dans le temps. Elle maintiendrait l'incertitude cause de troubles économiques et sociaux.

La conversion réalisée à un taux de change différent du pair, et, pratiquement, au taux du change déterminé par la situation des prix et les circonstances économiques, semble devoir permettre de sortir rapidement de l'instabilité, d'en sortir même immédiatement, puisqu'elle ne fait que fixer et matérialiser un état de choses existant. En supposant qu'un billet de 100 francs, qui, en 1914, était convertible en or et s'échangeait contre 20 dollars, ne s'échange plus en 1922 que contre 8 dollars, la dévaluation aurait pour effet la création d'une nouvelle monnaie dont le poids d'or fin ne serait plus que les 40/100 de ce qu'il était auparavant. On ne fait ainsi que conserver, qu'authentifier la valeur actuelle de la monnaie, à laquelle se sont ajustées les conditions économiques.

Cette conception n'est pas nouvelle. Elle a été appliquée dans divers Etats de l'Amérique du Sud, et notamment en République Argentine, au Brésil, dans la Colom-

bie et au Chili. Au moment de la baisse de l'argent, certains pays bimétallistes, tels que la Russie et l'Autriche, y ont eu également recours. L'Inde l'a aussi pratiquée. Les Indes Néerlandaises, sous la direction du Docteur Vissering, ont organisé à leur tour la pratique du Gold exchange Standard, c'est-à-dire d'un régime monétaire comportant à l'intérieur la circulation d'une monnaie nationale d'un type déterminé, mais la stabilisation de la valeur de cette monnaie par rapport à l'or dans les relations internationales, grâce à une centralisation soit de l'or, soit des devises en monnaies d'or. Cette masse centralisée permettant de réajuster les offres et demandes des devises étrangères donc de stabiliser les cours du change. *L'Europe nouvelle* annonçait en 1919 un projet de constitution d'un Gold settlement fund, centralisation de tous les avoirs des banques d'émission.

Certains autres préconisaient la création d'une banque internationale qui réunirait l'or disponible de tous les encaisses et les devises du commerce international de l'Europe, puis émettrait un billet toujours convertible contre de l'or et qui deviendrait un moyen de règlement dans les échanges internationaux. Ces projets n'ont d'ailleurs jamais comporté d'études très précises. A peine exposés ils furent l'objet de vives critiques qui tendaient à démontrer que fatalement la situation débitrice de certains pays aurait pour répercussion la fuite du billet convertible et que le problème de la stabilisation des changes ne serait pas résolu pour autant. Puis comment obtenir cette mise en commun des encaisses ? N'était-ce pas une chimère ?

Le problème de la dévaluation, dans sa réalisation internationale, a été au contraire l'objet d'études fouillées du Professeur Cassel et d'autres économistes.

La reconstruction monétaire du monde par ce procédé suppose résolu, au moins dans une ou plusieurs nations, la stabilisation de l'étalon monétaire. En effet, le problème de la stabilisation des changes étant essentiellement un problème international, il est désirable qu'une nation commence à fixer le volume intérieur de sa monnaie et il semble naturel que ce soit les Etats-Unis.

Il y a intérêt à ce que la valeur de l'or n'augmente pas et que lorsque seront assises les nouvelles parités, la valeur de l'or reste aussi constante que possible.

Mais l'or stabilisé suppose que la production annuelle de l'or correspond au taux général du progrès économique dans le monde. Cette production devrait suffire également à compenser l'usure annuelle du métal.

D'après Cassel — en se rapportant aux progrès de la production 1850-1910, il faudrait en 1922, une production annuelle de 100 millions de livres, s'augmentant dans les années suivantes du taux de 2,8 % annuellement.

On est bien au-delà des chiffres enregistrés au cours de ces dernières années, avec un rendement total de 70 millions de livres. Et cependant, il faut prévoir une demande industrielle accrue, par rapport aux années d'avant-guerre pour les usages développés par le luxe. L'Inde continuera plus que jamais, si les récoltes sont favorables, à engloutir chaque année une partie de la production du monde, soit en thésaurisation de barres, soit en fabrications de bijoux... Aussi M. Cassel insiste-t-il sur l'utilité qu'il y a à provoquer, de la part des Indes et de l'Extrême-Orient, des demandes de produits utiles plutôt que de métaux précieux.

Sur cette base or, et par rapport à elle, se réalise l'assainissement monétaire à l'extérieur, d'abord. Ce qui

implique l'arrêt de l'inflation. Il appartient à l'Etat et à la Banque de rendre ce service. Le premier cesse de faire appel aux avances de l'Institut d'émission. Quant à la Banque, par une politique du taux d'escompte, elle peut agir sur le volume de la circulation des capitaux.

Mais ce sont là les mesures préparatoires, car l'important est non point de revenir à la parité d'avant-guerre, à l'intérieur, mais aux règlements en or des soldes avec l'extérieur. Que le change de la livre soit à 25 ou à 50, le commerce n'en sera ni mieux, ni plus mal, si ce cours est stable. Pour rendre ce résultat possible, on modifie les dispositions de la loi sur le monnayage, relativement à la taille, c'est-à-dire au nombre de pièces de monnaies d'un type arrêté qui doivent être obtenues d'un kilo d'or, en fixant la nouvelle parité de l'unité monétaire et de l'or aussi près que possible du niveau qu'autorise le pouvoir d'achat intérieur de la monnaie.

Pour opérer la dévaluation d'une monnaie, il faut posséder ou constituer une caisse de conversion : il ne s'agit pas, en effet, de rendre le billet convertible dans le pays même, mais de permettre l'achat de change à un taux fixe. La caisse de conversion, qui peut être une grande banque d'émission, reçoit le billet et remet de l'or ou une devise, à un prix constant, et reçoit de l'or qu'elle paie avec le billet national, à un prix constant. Mais comment déterminer ce prix ? La dévaluation, on le sait, doit tendre à consacrer l'état de choses existant. Il faut donc, de toute nécessité, tenir compte d'un grand nombre de facteurs : les cotes du change, les indices des prix, la situation économique générale, la confiance du public, la balance des comptes, l'état du budget.

On est ainsi amené à une affirmation absolue : c'est que la dévaluation, pour la France, et dans les circons-

tances actuelles, est absolument impossible. Comment apprécier l'état de la balance des comptes, alors qu'aucun des problèmes financiers que la guerre a fait naître n'a reçu de solution, alors que la France ne sait ni ce qu'elle recevra de ses débiteurs, ni la conduite qu'adopteront à son égard ses créanciers ? Si la balance de nos comptes devenait brusquement déficitaire, le taux de change fixe de la Caisse de conversion serait trop élevé et la Caisse, obligée à un effort hors de proportion avec ses ressources, se trouverait promptement impuissante. Pour que cet organisme fonctionne, il faut une balance des comptes en équilibre : si le déséquilibre est trop accentué, comme on ne peut exporter de l'or indéfiniment, on doit fermer la Caisse.

Si, au contraire, des paiements allemands importants, des gestes généreux de la part de nos créanciers, ou simplement un accord permettant le règlement des dettes interalliées, comportant l'annulation équivalente des bons de la série C amélioraient rapidement la balance de nos comptes, la Caisse de conversion serait également impuissante à empêcher une revalorisation du franc.

Dans les deux cas, son rôle serait nul. Il deviendrait néfaste si la Caisse de conversion pouvait, comme certains l'espèrent, contrebalancer, au cas où l'Allemagne se déciderait à solder progressivement sa dette, les heureux effets de ces paiements : la Caisse maintiendrait l'inflation des prix à un niveau à peu près constant, à l'aide de ses émissions de billets contre dépôts d'or à la réserve.

On apporte en faveur du système les résultats obtenus dans les pays ayant adopté la pratique du Gold exchange Standard, et par les Caisses de conversion de l'Argentine et du Brésil. Mais s'est-on demandé si la pratique du

Gold exchange standard n'avait pas été favorisée par une période de prospérité économique assurant aux organes stabilisateurs du change des moyens de règlements sans cesse accrus par l'essor des exportations ? De telle sorte que la stabilité économique ait été le support de l'expérience de stabilité monétaire.

La dévaluation n'a paru réussir, en Argentine et au Brésil, que parce qu'elle était accompagnée de circonstances économiques favorables : récoltes abondantes, fortes exportations, balances créditrices ; et surtout parce que ce régime fonctionnait à titre d'exception, dans une économie monétaire mondiale généralement en équilibre. Il en était ainsi avant août 1914. Du jour où les circonstances se sont modifiées, les Caisses de Conversion ont été dans l'impossibilité de résister et de continuer leurs offices. Ces organismes, s'ils peuvent, dans certaines conditions, rendre des services pour la répartition des disponibilités de change, ne créent pas ces disponibilités, et ne fonctionnent que dans un milieu déjà stabilisé. Qu'est-ce à dire, sinon que la dévaluation ne constitue pas un remède au désiquilibre financier, et que, dans la situation actuelle du monde, elle ne saurait être qu'une formule caractérisant un déséquilibre statique, consacrant un désordre permanent. Elle n'est pas un remède, parce qu'elle est simplement l'expression trompeuse sous laquelle se dissimule le renoncement à l'étalon d'or. L'ordre ne sera vraiment rétabli dans le monde, que le jour où, à l'intérieur des principaux pays, les échanges seront mesurés soit au moyen d'une monnaie d'or, soit au moyen de billets convertibles en or à vue. La dévaluation est une banqueroute qui vise à établir ce que l'on pourrait appeler le cours forcé à perpétuité. Peut-on faire d'un tel régime l'idéal monétaire d'un

pays qui a des traditions financières saines et le souci de son prestige ? Ce pays, en acceptant que la situation actuelle soit stabilisée, ne ferait-il pas l'aveu de sa défaite sur le terrain économique ? N'engagerait-il pas son débiteur vaincu à renier sa dette ?

Les partisans de la dévaluation reconnaissent la valeur de ces objections. Aussi, ajoutent-ils, pour dévaluer une monnaie, il faut être certain que le budget national est en équilibre, et que les demandes de l'Etat ne provoqueront aucune nouvelle émission. Quel est celui des Etats à monnaie dépréciée qui pourrait aujourd'hui s'engager à ne plus recourir à la planche à billets ? Aucun. Mais alors la dévaluation tirant tous ses avantages de ce fait qu'elle ne change rien à l'état de choses existant, la difficulté est de connaître cet état de choses, et ensuite de savoir s'il ne se modifiera pas.

Les partisans de la mesure nous disent que l'opinion publique peut fournir des indices du moment opportun de cette réforme. Ne voit-on pas dans certains Etats les particuliers s'ingénier à éviter les variations de l'unité monétaire en rédigeant des contrats où l'on prévoit les règlements en francs-or ? Les prohiber n'est-ce pas inciter tous ceux qui le peuvent à se créer des avoirs à l'étranger en livres, en dollars, en couronnes ?

En France, ne voit-on pas s'introduire des pratiques nouvelles de stipulation de paiement non plus fait en monnaie légale, mais en nature ou en or.

Est-ce que l'incertitude économique consécutive aux troubles monétaires n'incite pas les personnes liées économiquement à la terre à suivre plus encore cette politique ?

Nous sommes au régime du franc-crédit. Les prix ne sont plus simplement le résultat du rapport entre une

masse de biens et un stock de monnaie à peu près fixe, quant à sa quantité et stable quant à sa valeur. Les prix des denrées de large production : blé, betterave, etc..., sont influencés par les cours des changes qui dépendent des résultats de notre balance commerciale, de notre balance des comptes, de notre situation financière, des complications politiques internes et externes.

L'incertitude économique, conséquence fatale de la disparition du support matériel de la valeur du franc, explique l'impossibilité de prévision du rendement d'une exploitation, traduit en francs, dans une période de 10 ou 15 ans. Propriétaires et fermiers ne peuvent se lier pour des années trop éloignées, du moment où ils concluent leurs accords. Ainsi la substitution du franc-crédit au franc-or a diminué la pratique des baux à long terme, malgré les avantages économiques qu'ils présentent.

Comment éviter ces maux ? D'excellents esprits, amis de la pratique hardie et novatrice, se sont posé la question et trouvent un remède dans une échelle mobile des fermages. A la redevance fixe, exprimée en argent, on substitue une redevance variable, payée sur des bases de résultats matériels. Par exemple le fermier devra tant de quintaux de blé ou la valeur correspondante en francs, calculée d'après les cours des mercuriales.

Cette formule n'est point nouvelle. Elle a toujours persisté en Vendée, en Beauce, en Santerre. Mais elle s'introduit dans l'Ain, dans la Vendée, dans la Seine-Inférieure, dans le Lot-et-Garonne et en Ille-et-Vilaine.

La conception reste cependant exceptionnelle et les Syndicats agricoles, ainsi que leurs unions, élèvent de sérieuses objections contre la généralisation de cette pratique.

Le point faible du système est la détermination du

fermage, d'après le prix de vente des produits, en faisant abstraction complète du prix de revient.

Le fermage s'élève automatiquement avec la hausse du prix de vente, car on suppose qu'il y a augmentation parallèle et égale du bénéfice de l'exploitant. L'agriculture peut assister à une hausse générale des produits industriels et cependant subir, soit une mévente, soit tout au moins une diminution de bénéfices. Or, si le prix de revient des produits a augmenté dans une proportion plus forte que le prix de vente, tout l'échafaudage du système de l'échelle mobile des fermages s'effondre.

Il a fallu trouver des formules moins simples, afin d'adapter le système à la réalité. On tiendra compte :

1° Des recettes procurées par une quantité de produits choisis suivant les régions et les cultures pratiquées.

2° Des « éléments caractéristiques de dépenses », choisis en quotité et en nature parmi les dépenses paraissent prépondérantes dans l'établissement d'un prix de revient dans la région considérée.

3° On applique à ces éléments des prix correspondant à chaque année culturale.

La méthode reste « relativement » simple ; mais toujours délicate. Le choix des « éléments caractéristiques de dépenses » subira bien des difficultés. Elle soulève d'ailleurs des protestations de la part des locataires qui insistent sur le fait de la hausse des prix des produits agricoles, au cours des années de rareté. Par conséquent c'est, disent-ils, dans les années où ils auront peu récolté qu'ils paieront le fermage le plus élevé.

L'argument est troublant si le bail à échelle mobile ne comporte qu'un seul produit pris par étalon. Il est moins fort si on multiplie les produits, en associant les

produits végétaux et animaux. Il y a, dès lors, un système compensateur, une sorte d'assurance, l'année étant rarement mauvaise à la fois pour toute la série des produits redevances.

Cette méthode empirique contre les effets désorganisateurs du franc-crédit substitué au franc-or est imparfaite. Mieux vaudrait assurément, dans l'intérêt de tous, revenir à une monnaie saine et, nous disent les dévaluationnistes, le mieux serait d'avouer franchement la réalité.

Celle-ci éclate encore dans la rédaction des contrats où des particuliers stipulent que le prix d'un bail sera fixé en francs-or, sa valeur étant déterminée par deux éléments : le cours du franc-papier par rapport au dollar et le mouvement des prix révélé par l'indice général du service de la statistique générale. Cette pratique n'est-elle pas conforme aux dispositions des articles 1243 du Code civil et 143 du Code de commerce. L'article 1243 du Code civil est ainsi conçu : « Le créancier ne peut être contraint de recevoir une autre chose que celle qui lui est due, quoique la valeur de la chose soit égale ou plus grande », et l'article 143 du Code de commerce porte que : « une lettre de change doit être payée dans la monnaie qu'elle indique. »

Quelle solution a trouvé la Jurisprudence pour s'opposer à de telles conventions ? Elle a certainement condamné les stipulations en vertu desquelles un locataire s'engageait à payer le prix de son bail en or à l'exclusion de billets de banque. Car le billet a cours légal, donc la loi lui donne force libératoire dans les paiements. Mais lorsqu'elle a condamné une Compagnie d'assurances étrangère à verser de l'or au titulaire d'une police stipulée payable en métal jaune, avec ce considérant que le légis-

lateur a bien entendu par les décrets et les lois du 3 juillet 1915, du 12 février 1916, du 20 octobre 1919, interdire l'exportation de l'or, mais que, au contraire, il faut favoriser par tous les moyens la rentrée de l'or, donc interdire aux Français le paiement en or, mais y obliger les échanges si dans les conventions intervenues entre les parties il a été prévu que le paiement serait fait en or, la Jurisprudence n'avoue-t-elle pas le caractère arbitraire des mesures qui protègent le franc-papier contre la généralisation d'une pratique qui aboutirait à une double estimation des valeurs l'une en or, l'autre en papier ?

Le mieux n'est-il pas d'éviter ces inconvénients en dévaluant le franc-papier ?

Les faits, disent encore les partisans de la dévaluation, pèsent de toutes leurs forces sur les adoptions d'unités monétaires en or dans les règlements internationaux. La convention postale de Madrid n'a-t-elle pas fixé le cours du franc-or et ses possibilités de calcul ? La loi du 23 juillet 1921, qui décide que les taxes postales, sauf dans les rapports de la métropole avec les colonies, sont établies d'après une équivalence, fixée par décret, permettant à l'Etat de percevoir en francs la parité du prix exprimé en or, n'est-il pas une forme officielle de dévaluation. (1)

---

(1) Un décret du 11 août 1921 a fixé l'équivalence à 1,8, rapport arbitraire ne correspondant pas à la parité du dollar. L'Etat conserve à sa charge une partie de la différence du change. Le franc-or est les $\frac{10.000}{51.825}$ du dollar tant que le dollar se trouve dans les trois conditions prévues par la Conférence de Madrid. Le paiement se fait en francs papier d'après les derniers cours du dollar à Paris avant l'échéance. Si le dollar cessait de répondre aux conditions ou si la stipulation en francs-or était interdite ou annulée en

Ainsi s'accrédite l'idée qu'il faut hâter le retour à une monnaie saine en substituant une comptabilité franc-or aux comptes en francs-papier qui créent dans leur expression de valeurs nominales francs une illusion de richesse, alors qu'il y a appauvrissement réel. Des particuliers, soutenus par des publicistes, ont pris cette initiative, qui est cependant loin d'être généralisée. Mais ne prépare-t-on pas ainsi le terrain à la dévaluation ?

Mêmes tendances dans la proposition de loi Albert Mëunier, tendant à faire remise de 50 % de leurs impôts aux contribuables qui s'acquitteraient en monnaies d'or. Ce qui, d'ailleurs, provoque des protestations. Vous accordez, dit-on, des avantages aux personnes qui n'ont point participé à la campagne de l'or. Ne serait-il pas plus juste de les laisser dans la situation de fait qui les oblige à garder chez elles des sommes immobilisées et improductives ? Moralement, on devrait agir ainsi. En fait, il y a la nécessité de trouver du métal jaune pour nos règlements extérieurs. Si un Ministre des Finances avait accepté en paiement des impôts l'or au cours du pair, il aurait évité la fuite de six cent millions, au moins. Nécessité fait loi, le mieux est de drainer le métal.

Plus complexe est la proposition dont le Ministre du Commerce a saisi les Chambres de commerce, afin d'obtenir avis sur le paiement des droits de douane en or. Comment fonctionnerait le système ? Par la substitution, au régime des cœfficients compensateurs de la dépréciation de l'unité monétaire franc-papier, d'une

---

France, le prix du loyer de 1.000 f. o. serait fixé à 32 grammes aux neufs dixièmes de fin. Le débiteur s'acquitterait en remettant soit cette quantité d'or, soit la valeur en monnaie ayant cours légal d'après les derniers cours de l'or à Paris avant l'échéance.

expression franc qui ajoute au tarif général des douanes, exprimé en francs, une double majoration, l'une correspondant à la dévalorisation du franc par rapport au dollar ; l'autre à l'augmentation absolue des prix. Désormais les droits seraient payés d'après cette double base.

Le problème est complexe. La solution offrirait certainement l'avantage de rétablir une égalité de protection dans les pays à étalon de papier et à étalon d'or. Actuellement l'adoption d'un cœfficient identique pour la France et tel autre pays, l'Espagne par exemple, aboutit à une protection autrement effective en Espagne qu'en France, car d'un côté on paie en papier, de l'autre en or.

Mais la réforme monétaire entraînerait le remaniement des accords conclus en francs papier. On ne peut clicher en francs-or les tarifs tels qu'ils ont été fixés en francs papier, après avoir subi des relèvements multiples, sous le régime arbitraire des cœfficients de majoration. Autrement on instituerait autour de la France une barrière à peu près infranchissable.

Le paiement des droits de douane en or, pour les pays dont l'exportation est momentanément favorisée par l'abaissement de leurs changes, va les obliger à décaisser une quantité de devises d'autant plus considérable que leur change sera plus éloigné de l'or.

Enfin la distinction entre le franc or et le franc papier, accomplie par l'Etat, conduirait à la reconnaissance officielle de deux monnaies. Ce serait contraire à la loi du 12 février 1916 qui institue l'équivalence légale, entre la monnaie de papier et la monnaie d'or.

Introduire le franc or dans les douanes, c'est accepter la déchéance du franc, en admettant une dualité de

compte, la monnaie or étant seule prise en considération pour les recettes de l'Etat au regard de l'étranger.

Mais, disent les partisans de la dévaluation, n'est-ce pas reconnaître la nécessité de stabiliser une monnaie dont la disparité s'impose dans les faits, malgré la volonté du législateur.

Les adversaires de cette mesure répondent que, dès maintenant, il est possible et même souhaitable d'envisager une stabilisation qui n'implique pas une dévaluation, et, en second lieu, que la dévaluation, loin d'être le retour à l'étalon d'or, constitue l'abandon définitif de cet étalon. Ils invoquent les conséquences morales de l'opération.

S'agit-il d'une opération juste, honnête, et qui puisse être pratiquée sans léser le crédit national ? Ce point est important, puisque c'est justement pour augmenter le crédit national que l'on veut recourir à la dévaluation.

Quand il y a inflation, tous les créanciers dont les créances sont antérieures à la dépréciation sont lésés dans la proportion même où la valeur de la monnaie a diminué. Quand il y a déflation, les débiteurs dont les dettes sont antérieures à l'appréciation de la monnaie, sont lésés. Il s'ensuit donc que la dévaluation, qui fixe la valeur de la monnaie à un certain niveau de dépréciation, n'est pas contraire à la justice à l'égard des débiteurs et des créanciers qui se sont engagés *pendant la dépréciation ;* elle est injuste, au contraire, vis-à-vis des créanciers antérieurs à la dépréciation. Mais, parmi ceux-ci, il faut distinguer entre ceux qui doivent être remboursés prochainement et ceux qui ont des créances perpétuelles ou amortissables en un très long temps : pour les premiers, la dévaluation n'aggrave pas la situa-

tion, puisqu'elle consacre simplement un état de choses existant ; les seconds seront lésés. A leur égard, la dévaluation constitue une injustice d'autant plus grande qu'ils sont, pour la plupart, créanciers de l'Etat, et qu'ils sont victimes de la confiance qu'ils ont témoignée dans le redressement de la monnaie nationale. On doit aussi se demander si les conditions dans lesquelles s'est faite l'émission des billets de banque, autorisent le recours à un pareil procédé. Un billet de la Banque de France, avant la guerre, était un chèque payable en or ; depuis que le cours forcé est établi, il est une promesse de remboursement au pair. On a vu, dans une autre partie de cette étude, qu'une partie de sa valeur — la plus grande partie, actuellement — est faite de la foi que le public accorde à cette promesse. Du jour où, par la dévaluation, cette foi n'aurait plus d'objet, est-ce trop s'avancer que d'affirmer que le billet subirait une nouvelle dépréciation, dont il est impossible de mesurer à l'avance l'ampleur ? Outre l'argument moral indiqué plus haut, voici donc une première difficulté qui s'opposerait à la dévaluation.

La dévaluation, en tant que solution des difficultés actuelles, ne vaut donc pas davantage sur le terrain des principes que sur le terrain des faits. A tous les points de vue elle est également impraticable, et, fut-elle praticable, elle serait nuisible.

Les arguments qui viennent d'être donnés sont d'ordre général. La dévaluation, qui ne saurait être envisagée en France, ne peut offrir à aucun pays le moyen de résoudre ses difficultés monétaires, tant que l'Europe n'a pas surmonté les obstacles qui créent le déséquilibre. On a dit à plusieurs reprises que la dévaluation sera une nécessité pour l'Allemagne, l'Autriche et la Russie. Cette for-

mule est dénuée de sens : le mark et la couronne sont actuellement « dévalués » puisque le mark est coté à New-York 0,02, et que la livre sterling vaut 320.000 couronnes autrichiennes. Aucune Caisse de conversion ne pourrait être établie dans ces pays avant que la question des réparations et des indemnités ait été réglée. Même en supposant cette condition réalisée, où ces pays prendraient-ils l'or ou les devises-or nécessaires au fonctionnement d'une Caisse de Conversion ? Les pays à fortes réserves d'or, dit-on, leur consentiraient des prêts. Mais, pour qu'un prêt soit possible, il faut que le crédit soit restauré, et le jour où le crédit sera restauré, il ne sera pas nécessaire de recourir aux Caisses de Conversion pour que les changes et les monnaies s'améliorent.

Aux dévaluationnistes s'opposent les partisans de la déflation. Les raisons qui militent en faveur d'une politique de réduction du volume de la circulation sont :

1° Le prestige que donnerait aux pays intéressés le retour aux conditions monétaires d'avant-guerre.

2° Les motifs d'équité qui veulent que soient rétablis à leur valeur ancienne les revenus de tous ceux dont les ressources avaient été fixées par des contrats antérieurs à 1914.

3° La réduction du coût de la vie, le rétablissement du commerce international, la disparition des énormes écarts existant entre l'actif et le passif de la balance des comptes, la restauration, pour chaque pays, de l'équilibre à l'intérieur et à l'extérieur.

Du point de vue purement théorique, ces avantages ne peuvent être sérieusement contestés, quoi qu'en ait dit M. Keynes. Qu'il y ait, pour tous les pays, un avantage évident à la reconstitution de leur système monétaire sur la base-or, cela résulte de tout ce qui a été dit au cours

des pages qui précèdent, sur le rôle de l'or-marchandise, qui n'est devenu l'intermédiaire des échanges que parce qu'il a lui-même, aux yeux de l'homme, une valeur.

On a pourtant voulu prétendre que ce retour aux conditions normales non seulement n'est pas indispensable, mais encore n'est pas souhaitable. Les « inflationnistes » reprochent à la déflation de provoquer la baisse des prix, de faire disparaître des moyens de paiement nécessaires, et enfin d'obliger l'Etat à faire des emprunts coûteux, alors qu'il peut se procurer des fonds à bien meilleur compte par l'émission. Ce fut l'opinion soutenue par M. Mac Kesma dans un discours prononcé le 24 janvier 1923.

Ces arguments ne résistent pas à l'examen. En ce qui concerne la baisse des prix, on sait que les prix ne montent pas et ne baissent pas automatiquement, selon la quantité des signes monétaires. Les prix ont baissé, en France, pendant plusieurs mois, sans qu'il y ait eu la moindre déflation. De même, aux Etats-Unis, comme l'a montré M. R. G. Hawtrey à la Royal Statistical Society de Londres, la monnaie en circulation, qui était, le 1er avril 1919, de $: 4.841 millions, a passé, au 1er juillet 1920, à $: 5.381 millions, soit une augmentation de 11 %, tandis que les prix passaient de 200 en mars en 1919 à 279 en mai 1920, soit une augmentation de 36 % ; en juin 1921, les rapports des Banques de Réserve Fédérale enregistrèrent une diminution de 6 % dans les dépôts, par rapport à l'année précédente : $: 20.612 millions, au lieu de $: 21.886 millions. Dans l'intervalle, les prix tombèrent de 269 à 148, soit de 45 %. La monnaie en circulation qui, au 1er juillet 1920, était de $: 5.381 millions, continua d'augmenter et atteignit au 1er novembre $: 5.617 millions, ce qui fut son maximum : elle tomba,

au 1er juillet 1921, à $: 4.886 millions, soit une baisse de 10 % dans l'année. C'est là preuve que, lorsque les affaires sont actives, les prix augmentent dans une proportion plus forte que le stock du pouvoir d'achat, et que, lorsqu'elles sont stagnantes, les prix tombent dans une proportion plus grande. L'activité des affaires augmente la rapidité de la circulation, la stagnation des affaires la ralentit. L'idéal des industriels et des commerçants ne saurait être la hausse des prix car tous leurs efforts doivent avoir pour résultat la baisse du prix de revient, et, par conséquent, tôt ou tard, la baisse du prix de vente. La cherté diminue le pouvoir d'achat, et restreint ou ferme le débouché, comme le prouvent suffisamment les événements de l'heure présente.

L'argument de l'insuffisance des moyens de paiement ne résiste pas davantage à l'analyse. Il n'est pas question d'effectuer la déflation d'un seul coup, ce qui serait, au lieu d'un bienfait, une véritable catastrophe.

Mais en France, contre ces inconvénients, nous sommes insuffisamment garantis par les difficultés de l'opération : une déflation lente et graduée, accompagnée — ce qui est indispensable, comme on le verra plus loin — d'une politique de production et d'épargne, aurait pour conséquence, en même temps que la baisse des prix, la diminution des besoins de numéraire dans le public. Le mieux serait que des rentrées d'or ne tardent pas à s'effectuer, et comme, d'autre part, le jeu des paiements par compensation permet de suppléer dans une large mesure à la circulation effective du métal et des billets, le risque de la raréfaction des moyens de paiement n'existerait pas dans la réalité.

Le dernier argument des inflationnistes, celui de l'emprunt à bon compte, est le plus faux de tous, le plus

dangereux. Le recours de l'Etat à l'émission pour combler les déficits budgétaires constitue, non pas un emprunt, mais un impôt forcé sur le capital. Dans la mesure où la dépréciation des biens est la conséquence de la multiplication des émissions, l'Etat s'approprie une partie de la fortune des particuliers. Il n'y a pas d'impôt moins juste puisqu'il pèse également sur tous les individus sans tenir compte de leurs facultés. De plus, en prohibant les sorties de capitaux, il crée un empêchement aux bons effets que pourrait avoir pour les particuliers la transformation de biens susceptibles de modification de valeur en une monnaie dont la dépréciation serait limitée. Il les empêche de défendre leurs intérêts privés, au nom de la défense de l'intérêt général. L'Etat devient ainsi une cause de diminution fatale de la valeur du patrimoine. D'autre part, l'Etat n'est pas enrichi par ce prélèvement, puisque la hausse des prix, qu'il doit subir dans toutes ses transactions, peut lui retirer presque immédiatement l'avantage que lui a assuré l'émission supplémentaire.

Pour revenir à la possession d'une monnaie saine, les divers Etats doivent donc s'appliquer à retirer des billets de la circulation, et en France, notamment, l'amortissement de la dette de l'Etat à la Banque d'émission doit être régulièrement poursuivi. Cet amortissement, s'il est gradué sagement, au taux de 2 milliards par an, par exemple, comme le veut une récente convention, ne peut pas avoir pour conséquence une contraction du crédit qui paralyserait les affaires et provoquerait une réduction forcée des prix. Au contraire, grâce à la reprise de l'activité économique, un mouvement plus intense des escomptes commerciaux entraînerait des sorties de billets qui compenseraient en partie les retraits résultant des

remboursements de l'Etat, et qui contribueraient ainsi à ménager les transitions nécessaires.

Enfin la situation budgétaire de l'Etat ne peut que gagner à une déflation progressive. Les recettes fiscales diminueront, évidemment, à mesure que les prix baisseront, mais si la baisse des prix s'accompagne d'un sérieux développement de la production, d'une activité plus grande des échanges, elle ne déterminera qu'une réduction du revenu *nominal* de la population, tandis que le revenu en *valeurs réelles* s'accroîtra. Dès lors, la diminution des recettes budgétaires ne saurait inspirer aucune inquiétude. Quant aux dépenses budgétaires, il faut distinguer deux parts, l'une afférente aux crédits du budget des dépenses des civils, l'autre aux charges de la dette. Les premiers diminueraient en même temps que les prix. En ce qui concerne la seconde, la tranche, qui paraît immuable, c'est-à-dire celle des emprunts perpétuels actuellement existants, il est incontestable que leur charge *nominale* serait accrue par la déflation, puisque le nombre des unités-francs demeurerait identique, mais qu'il s'agirait d'unités francs-or, au lieu d'unités francs-crédit. Il est un point qu'on ne met pas toujours assez en lumière : c'est que le montant *nominal* des emprunts perpétuels ne saurait avoir grande importance, puisqu'il s'agit là, par définition, d'emprunts qui ne seront jamais remboursés. Seule la charge des intérêts importe. Or, il est évident que, à mesure que les prix baisseront, des conversions deviendront possibles, les souscripteurs pouvant se contenter d'un revenu moindre, puisque le pouvoir d'achat de ce revenu s'accroît tous les jours. Ce sera le mouvement inverse de celui auquel on a assisté pendant la période où la dépréciation monétaire s'aggravait d'une façon continue, et où les

épargnants cherchaient, dans un intérêt de plus en plus élevé, une compensation au risque qu'ils couraient de ce fait.

Cette analyse permet de voir tous les inconvénients inhérents aux affirmations souvent répétées, au Sénat et à la Chambre, que l'Etat français ferait toujours face à ses engagements et ne saurait en aucun cas diminuer le taux d'intérêt promis aux rentiers.

Or, s'engager à servir à tout jamais du 6 %, à des souscripteurs qui ont versé du franc-papier plus ou moins dévalué par rapport au dollar, n'est-ce pas donner aux rentiers de l'Etat un avantage usuraire le jour où le franc a une puissance d'achat accrue par rapport à celle dont il jouissait au moment de la souscription des rentes ? C'est préparer la banqueroute, puisque les charges du budget correspondant à la moitié de la masse des dépenses en 1923, reste incompressible tandis que les francs dont vont disposer les contribuables iront en diminuant en nombre rétrécissant ainsi les facultés contributives de la nation.

La déflation n'est donc possible que dans un pays où les citoyens sont disposés à accepter une réduction du taux des rentes parallèle à l'amélioration du franc, pour tous les titres souscrits à des époques où le franc-papier était dévalué. Car il y aurait quelque injustice à frapper les porteurs de rente 3 % qui apportèrent de l'or à l'Etat avant la guerre et subirent tous les effets de la diminution de la puissance d'achat de revenus fixes.

Enfin l'exemple de la politique de redressement monétaire de l'Angleterre nous montre que la déflation est plus une politique de résultats que de procédés. Le rapprochement de la livre sterling de la parité avec l'or est moins le résultat d'un assainissement monétaire que d'une

vigoureuse politique financière. Le rôle dominant a été confié à la politique fiscale. Certes, on a bien cherché à provoquer une contraction monétaire et malgré la ténacité anglo-saxonne, les résultats ont été insignifiants. Au contraire, l'aggravation des impôts, la politique de réduction des salaires et des profits, la restriction des crédits mis à la disposition du monde des affaires, l'extension au contraire des crédits en faveur des solliciteurs étrangers, ont maintenu à Londres le pôle monétaire, parallèlement à New-York, et ont garanti à Londres la première place dans les règlements internationaux.

En cette matière, le Royaume-Uni a vu grand et juste.

Au cours de ces derniers mois, les exportateurs de la « Cité» ont essayé d'organiser un mouvement d'opinion en faveur de l'Inflation. En dépréciant la livre sterling par des émissions de billets on faciliterait aux produits anglais leur vente à l'extérieur.

Il est difficile de préciser jusqu'à quel point l'inflation accroîtrait les possibilités du commerce extérieur de l'Angleterre. Les facultés de consommation ont été restreintes à travers le monde. Il ne faut pas l'oublier.

Une dépréciation de la livre aurait pour la place de Londres des répercussions lointaines. Le marché libre de l'or n'existant plus, le centre des règlements internationaux s'établirait ailleurs. Serait-ce à New-York, en Hollande ?

En quelques mois l'Angleterre perdrait l'avantage d'une politique dont nous avons exposé les modalités, les conséquences ; la principale est le maintien du pôle monétaire et des règlements internationaux à Londres.

CONCLUSION

L'exemple de l'Angleterre nous permet de revenir à quelques vérités économiques essentielles qui ne sauraient être négligées dans la conduite économique et politique des peuples.

Constatons d'abord une situation de fait. Malgré la politique énergique de l'Angleterre, le prix de l'or, sur le marché anglais, est fixé par l'écart qu'il y a entre la livre et le dollar. Mais cependant le pôle des transactions internationales est désormais rétabli à Londres.

Quant au retour de la plupart des nations à l'étalon d'or, il reste nécessaire, malgré les difficultés qui s'y opposent dans le présent.

Assurément, l'or n'est qu'un appoint dans les règlements internationaux. Ce sont les marchandises qui règlent, c'est le seul instrument d'échange international. Car les titres internationaux eux-mêmes sont libellés en monnaies représentatives de puissance d'achat de marchandises.

Quelque forme que le crédit revête dans les règlements à effectuer de pays à pays, et quelque développement que prenne le choix de la compensation des dettes et des créances, dans la famille des peuples, un pays qui aura

reçu plus qu'il n'a fourni se trouvera toujours dans l'alternative de payer ou de rester débiteur, et s'il paie, il paiera en marchandises.

Mais un pays ne fixe pas à son gré le volume de ses exportations et il peut arriver que l'étranger soit peu disposé à prendre des marchandises du pays débiteur.

Certains économistes ont entrevu comme remède à cette situation une politique de crédits, les pays à grosses réserves d'or prêtant aux pays appauvris une partie de leurs richesses.

A la base de cette conception se trouve une erreur fondamentale : l'ouverture de crédit ne sera jamais un moyen de rétablir l'équilibre économique du monde. Elle est un secours temporaire, elle n'est pas une organisation définitive ou à long terme. Elle peut permettre de reconstituer une industrie donnée, dans un système normal de production et d'échange ; elle ne peut pas suffire à relever l'industrie et le commerce sur un marché international disloqué. Techniquement, l'ouverture de crédits n'est pas autre chose qu'une créance reportée : un moment vient toujours où il faut procéder au règlement, et ce moment, étant donné la nature même de l'opération, ne peut être indéfiniment renvoyé.

Une politique d'ouvertures de crédit aurait pu, jointe à d'autres mesures, jouer un rôle efficace, si on en avait fait usage au lendemain même de la conclusion de la paix, à une époque où le désordre monétaire de l'Europe Centrale était loin d'avoir atteint le degré de gravité où nous le voyons aujourd'hui. Si, à cette époque-là, alors que la situation financière de l'Allemague n'avait rien de désespéré, on avait écouté les suggestions françaises, si l'on avait admis la nécessité d'escompter les bons représentatifs de la dette allemande, si les Etats-Unis et l'Angle-

terre, avec le concours des neutres, avaient consenti à mobiliser cette créance, la reconstitution financière serait aujourd'hui en voie de s'accomplir. Mais les mesures nécessaires n'ayant pas été prises en 1919, il est désormais trop tard pour rechercher le salut dans cette direction.

On ne voit pas, d'ailleurs, sur quelles bases pourraient s'organiser aujourd'hui ces gigantesques opérations de crédit. Le projet Ter Meulen, par exemple, qui est peut-être le mieux étudié de tous ceux qui ont été mis en avant, établit une distinction entre les crédits à l'exportation et les crédits à la reconstitution : les premiers sont destinés à faciliter immédiatement la réouverture des marchés dans les pays appauvris par la guerre, en permettant aux producteurs étrangers de consentir des délais prolongés pour le règlement de leurs exportations ; les seconds seraient consentis aux pays appauvris en vue de l'établissement de voies ferrées, de canaux, de ports, d'usines, etc., afin que ces nations puissent progressivement arriver à se suffire à elles-mêmes.

Ce système ne peut pas fonctionner. Les crédits à l'exportation, par exemple, n'auraient pas pour résultat de créer des richesses nouvelles, mais au contraire, ils appauvriraient les pays qui en bénéficieraient : en effet, si l'acheteur consomme les produits acquis à crédit, il n'en retire aucun enrichissement qui puisse lui permettre d'acquitter sa dette. S'il transforme ces produits, ou s'il les revend, il faudra qu'il reçoive en paiement une monnaie appréciée par rapport à la sienne propre, sans quoi il ne pourra se libérer qu'en créant artificiellement de nouveaux moyens de paiement, de sorte que le résultat final sera une inflation internationale. Le même raisonnement s'applique, sous une forme un peu différente, aux crédits à la reconstruction. Ceux-ci, au fond, ne sont

pas autre chose que les « emprunts gagés » d'avant la guerre. Tout ce vaste système suppose réalisée une condition indispensable : c'est que les Etats dont les budgets sont fortement déficitaires, trouveront les moyens matériels d'assurer le service de nouveaux et importants emprunts extérieurs. L'emprunt gagé est une formule heureuse, autant pour la garantie du prêteur que pour le développement économique de l'emprunteur, mais il faut pour cela que le désordre financier tienne seulement à un défaut d'organisation de l'Etat. Lorsqu'il tient à des causes plus graves, parmi lesquelles figurent les obligations résultant des traités de paix pour les pays de l'Europe Centrale, l'emprunt gagé n'est pas une solution du problème : à lui seul, il ne sera jamais suffisant pour permettre à ce pays d'acquitter leurs dettes.

Si la France doit par ses seuls moyens assumer toutes les charges de ses dépenses de guerre, des réparations du Nord et de l'Est, du remboursement des dettes interalliées, elle est dans une situation aussi mauvaise que les Empires Centraux. Peut-être pire, car ceux-ci pourraient par une faillite intérieure restaurer immédiatement leur situation. En effet, ils n'ont pas de dettes extérieures, puis, avant la guerre, ils ont employé la plus grande part de leurs épargnes à accroître leur puissance de production. Dans l'état actuel, la France ne peut rembourser les crédits qui lui furent consentis pendant la guerre. A quoi servirait d'augmenter son endettement ? Surtout si ses principaux clients d'avant-guerre persistent dans leur refus d'acquérir ses vins et ses produits de luxe et lui enlèvent ainsi une de ses facultés de libération.

Essayer de faire de l'ouverture de crédit l'instrument de la restauration financière du monde, c'est se tromper gravement sur la nature de ce mécanisme. Certes, l'ouver-

ture de crédit est appelée à jouer un rôle important dans cette réorganisation qu'on doit poursuivre, mais il faudra d'abord que d'autres conditions soient réalisées. On dit aujourd'hui : « Le crédit sauvera le monde ». Oui, il sauvera le monde, mais — et ce doit être la conclusion de cette étude — le jour où le monde se sera sauvé lui-même par le travail.

En l'état actuel, nous sommes en période de déséquilibre qui apparaît dans le cours des changes, c'est-à-dire dans le prix exprimé en une quantité déterminée d'instruments de paiements nationaux, des instruments de paiements étrangers qui peuvent servir à régler une dette. Ils remplissent leur rôle qui est d'équilibrer les unes par rapport aux autres les valeurs des différents titres nationaux de créances par des marchandises. Ils provoquent l'entrée et la sortie de celles-ci.

Dès la plus légère amélioration ou la plus faible aggravation du cours des changes, l'équilibre de la balance des règlements immédiats se rétablit grâce à une entrée ou à une sortie, si le pays dispose d'une marchandise mobile. La plus mobile qui puisse être imaginée sera celle qui jouira du plus haut degré de stabiilté de valeur.

Dans un pays où l'or a un prix légalement fixé, et où, par conséquent, une quantité déterminée d'instruments de paiement peut être à tout instant échangée contre une quantité déterminée d'or, le cours du change ne peut pas s'écarter beaucoup du prix de l'or.

Dans les pays dépourvus d'or, le cours du change montera ou baissera jusqu'à ce que son action se fasse directement sentir sur le marché des marchandises, c'est-à-dire, jusqu'à ce que le pouvoir d'achat en hausse ou en baisse des instruments de paiements internationaux augmente ou diminue les prix intérieurs suivant qu'ils sont

inférieurs ou supérieurs aux prix mondiaux, et jusqu'à ce que des espèces peu mobiles de marchandises se mettent également en mouvement pour combler par leur écoulement, à l'étranger, le solde passif.

La hausse du cours du change peut se poursuivre jusqu'à l'infini, lorsqu'un pays, en créant arbitrairement de la puissance d'achat, fait monter le prix des marchandises à un niveau tel qu'il stimule les importations à la place des exportations. Les cours du change font de nouveaux sauts pour dépasser le point de rencontre des prix intérieurs et des prix étrangers et pour maintenir, en deça de ce point, l'exportation des marchandises qui doit désormais couvrir le solde passif encore accru de la balance des règlements de la nation.

Ainsi apparaît le support économique de la politique du retour nécessaire à l'étalon d'or. Après avoir réalisé une politique d'équilibre interne, ajustant les dépenses aux ressources contributives de la nation, les Etats dont les unités monétaires sont en disparité avec l'or, doivent trouver dans des relations commerciales internationales les moyens de règlements de leurs dettes et si possible un rapatriement de la marchandise la plus mobile, donc la plus indispensable à une politique de retour à l'équilibre.

Toutes les mesures qui tendent à faciliter le retour à une spécialisation de la production entre nations, afin de porter au maximum les échanges de produits contre les produits, préparent la restauration économique du monde .Toute politique d'hégémonie reposant sur la détention du métal jaune empire la situation, et on ne peut qu'adresser à ces Etats la question de l'Américain William-J. Bryan : « Voudriez-vous donc crucifier l'humanité sur une croix d'or ? »

Vu :

Montpellier, 20 Juin 1923.

Le Président de la Thèse,
M. ROCHE-AGUSSOL.

Vu :

Le 20 Juin 1923

Le Doyen,
MOYE.

Vu et Permis d'Imprimer :

Montpellier, le 21 Juin 1923.

Le Recteur,
COULET.

BIBLIOGRAPHIE

Ouvrages et principaux articles

Arnauné. — La monnaie, le crédit et le change. 6e édit. 1922.

Anderson. — Effects of the War on money, credit and Banking in France and the United States. New-York. 1919.

Alfassa. — Le Rétablissement de la parité Or. Les Changes interalliés. Nouvelle revue. 15 Octobre 1918.

Babington. — Report on the currency in Egypt. Londres 1919.

Bagehot. — Lombard Street. (Traduction française. Paris.) 1874. in-16.

Baudin. — L'Or du Transvaal. Revue d'Economie Politique. 1922. P. 56.

Barbour (David). The Influence of the Gold supply on the prices and profits. London 1913. in-8°.

Bendixen. Das Wesen des Geldes. 1922. in-8°.

Bonar. — Etude sur la monnaie et les métaux précieux au Canada dans le *Journal of the Royal Statisticat Society*. Mars 1921.

Jacques Bonzon. — La fuite de l'argent français. Paris 1919, in-16°.

Bourguin. — La mesure de la valeur et la monnaie. Paris 1896, in-8°.

Bowley. — Prices and Wages, in the United Kingdom. (1914-1920), 1921, in-8°.

Brocard. — La production de l'or (Questions monétaires contemporaines). Paris 1905, in-8°.

Cannan. — Money, its connexion with rising and falling prices. Londres 1918.

Capland. — Currency, inflation and prices movements in Australia. Econ. Jour. Déc. 1920.

Cassel. — The present situation of the foreign exchanges. Eco. Jour. 1916. — Some leading propositions for an international discussion of the world's monetary problems, Ann. Am. Aca. Pol. Soci. Science. Mai 1920. — Further observation on the Worlds monetary problems. Econ. Jour. 1920, p. 39.

Clare. — Money Market. Londres 1893. (Traduction française, Gérard Giraud). 1894, in-8°.

Cunliffe. — Interim Report. 1898.

Comptes rendus de la conférence financière internationale de Bruxelles. 3 Volumes. Bruxelles. 1921.

Cosaresco. — Le retour à l'étalon d'Or comme moyen de rétablissement des Changes. Paris 1920.

Decamps. — La question monétaire. Revue de Paris. Mars 1922. L'or et les règlements internationaux pendant la guerre. Paris 1918, in-12°.

Decoudu Jean. — La Bourse de Londres. 1921, in-8°.

Dupuich. — La Monnaie d'Or et le Cours forcé. Revue Politique et Parlementaire. 10 Janvier 1919.

Der Edelmetalhandel. Berlin. Jacob et Scheidt. 1921, in-4°.

Franklin Escher. — Elements of foreign exchange. New-York. 1915, in-8°.

Falk. — Currency and Gold. Now and after the War. Econ. Jour. 1918.

Irving Fisher. — The purchasing power of money. New-York. 1918. — Stabilising the dollar. New-York. 1920. Le pouvoir d'achat de la monnaie. Giard, 1920, in-8°.

Charles Gide. — L'Or et le Change. Revue d'Economie Politique. Mars-Avril 1916.

Le retour du franc au pair est-il désirable ? Revue mondiale. Février 1921.

Goldstein. — La circulation de l'or pendant la guerre. 1921, in-8°.

Yves Guyot. — L'Etalon Monétaire, la Monnaie et les Prix. Journal de la Société de Statistique de Paris. Avril 1921.

Inflation et Déflation, 1921, in-12°.

La Dévaluation. 1923, in-12°.

R. G. Hawtrey. — Currency and Credit. Londres. 1919, in-8°.

Th Gold Standard. Economic Journal. Déc. 1919.

Hellferich (Karl). — Zur Geschichte des Goldwährung. Berlin 1896, in-8°.

Hobson. — Gold, prices and Wages. Londres 1913, in-8°.

Inchape (lord). — Report of the Gold production committee. 1919.

Kahn (Otto). — Les Etats-Unis et les grands Problèmes Financiers. Paris 1921, in-12°.

Koch. — Der Londoner Gold Verkher. Stuttgard 1905.

Kemmerer. — The A. B. C. of the Federal Reserve System. Princeton 1919, in-8°.

Kinley. — Money. Londres 1920, in-8°.

Labordère (Marcel). — Le Mouvement de l'Or aux Etats-Unis Revue de Paris, 1er Mars 1913.

L'Or et les Prix. Revue de Paris. 1er Juillet 1914.

Lansburgh. — Considérations sur les faits affectant le régime monétaire allemand. Die Bank. Août 1919.

Lansburgh. — La monnaie mondiale rouge et la monnaie mondiale blanche. Die Bank. Juillet 1921.

Lachapelle. — Les finances britanniques. Paris 1920, in-8°.

De Launay. — L'or dans le Monde. Paris 1907, in-12°.

Lehrfeldt. — Contrôle international de la production de l'or. Journal des Economistes oct. 1918.

Laughlin. — Money and Prices. Londres 1919.

Merlhein. — Le commerce de l'or et de l'argent depuis le commencement de la guerre en Allemagne. Die Bank 15 mai 1922.

Melchior. — L'or et la Reichbank. — Bank Archiv. 1er mai 1921.

Mawas. — Le système monétaire et le change anglais depuis la guerre. 1921 in-8°.

Mocatta and Coldsmid. — Circulaire 1919-1923.

Nicholson. — War finance. 1919. in-8°.

Official year book of the union of south Africa. Pretoria 1920.

Olbrechts. — Un nouveau projet de stabilisation de la valeur de la monnaie. Revue d'Econo. Pol. Oct. 1914.

Payen (Edouard). — L'or en 1920. Econ. Franc. Fév. 1921.

Phillips (Lionel). — Documents de la Central mining and investment corporation. 1918.

Picard (Roger). — L'équilibre monétaire et la stabilisation des changes. Action nationale. Nov. 1921.

Pigou. — Some problems of foreign exchanges. Econ. Jour. Déc. 1920.

Pisani. — Le dollar et la dépréciation de l'or. — Mercure de France. 15 Déc. 1920.

Polier. — La stabilisation des changes. Europe nouvelle. Nov. 1918. N° 33.

E. T. Powell. — Evolution of the money market. Londres 1915.

Report of the Gold production committee. Londres 1918.

Rist. — Le retour à l'étalon d'or. Extrait du Moniteur des intérêts économiques. 1921-1922.

Rist. — Articles sur la déflation en Angleterre et aux Etats-Unis dans la même publication 1922-1923.

Roulleau Gaston). — Chronique des banques et des questions monétaires. Journal de la Société de Statistique depuis 1913.

Schilling. — Ueber die Frage der Errichtung eines deutschen Goldmarktes. Karlsruhe. 1913. in-8°.

Shirras. — Indian finance and Banking. Londres 1920.

Subercasseaux. — Le papier monnaie. 1920. in-8°.

Sykes. — Banking and currency. Londres 1918.

Semaine de la monnaie. Travaux et rapports. 1922, in-8°.

Times. — The future of gold. 11 mars 1920.

Hartley Withers. — The incoming of money. 1907. (traduit en français).

Hartlley Withers. — War and Lombard Street. 1918. in-8°.

Vallentin. — Minenwesen und Goldindustrie in Transvaal. Berlin 1900. in-8°.

G. Del Vecchio. — Questioni di economina teorica relativa alla guerra. Giorn. degli economisti. 1916.

Verrijn. — The Gold Question. Econ. Jour. 1919. p. 45.

Wicksell. — The Scandinavian Gold Prices. Econ. Jour. 1916.

Willis. — An international Gold fund. Ann. of amer. Acad. Mai 1919. P. 167.

Vissering. — Rapport sur la Banque Néerlandaise. 1917-1923.

Wyse. — The future of London as the World's money market. Eco. Jour. 1918. P. 386.

Documents

Notes pour la conférence de Gênes. 1922.
Bulletin de la société d'études et d'information économiques. 1920-1923.
Dossiers du service des Etudes Economiques de la Banque de France.
Circulaires Moccata, et de Samuel Montagu de Londres.

Journaux et Revues dépouillées

Bulletin de statistique et de législation comparée. 1914-1923.
Revue d'Economie politique. 1914-1923.
Journal de la Société de Statistique. (1914-1923).
Journal de la Société de Statistique de Londres. (Royal Society). 1914-1923.
Economiste français. Correspondances de Londres et études sur les mouvements de métaux précieux. 1914-1923.

Economiste européen. Chronique sur les questions monétaires. 1914-1923.

The Chronicle de New-York. 1914-1923.

Economist. Les Banking numbers de mai et d'octobre de chaque année. 1914-1923.

Statist. Londres 1914-1923.

Die Bank. Notamment les articles de Lansburgh. 1914-1923.

Bank-Archiv. 1914-1923.

TABLE DES MATIÈRES

Pages

PREMIERE PARTIE

Le pôle monétaire et les déplacements de métal or de 1913 à 1920.

CHAPITRE I. — Londres pôle monétaire et pôle de crédit.... 7
CHAPITRE II. — Les déplacements d'Or..... 29
CHAPITRE III. — Les causes et le mécanisme des déplacements d'or 37
CHAPITRE IV. — Les effets des déplacements d'or..... 89

DEUXIEME PARTIE

Les conséquences des transformations survenues dans la répartition du stock monétaire.

CHAPITRE I. — La transformation du marché américain..... 165
CHAPITRE II. — La politique monétaire de l'or en Angleterre.. 191
CHAPITRE III. — Les aspirations et les déceptions du marché américain..... 211
CHAPITRE IV. — Les conséquences des déplacements de l'or pour les pays à monnaie dépréciée..... 227
CONCLUSION..... 261
BIBLIOGRAPHIE..... 267